

アルゼンチンは再生できるか

政治の混迷と経済の停滞が長かったアルゼンチンに、12年半続いた左派政権からの「変革」を訴えたマクリ政権が誕生した。次々に打ち出す諸施策によって大きな変貌をとげつつあるが、一方で積年の懸案の解決はまだまだ試行錯誤を続けている。

正念場を迎えているマクリ政権の経済改革政策と外交、投資環境の変化最近のペソ安とIMF支援要請、年金改革、そして資源開発の展望、日系社会に育つ若手ビジネス人材など、アルゼンチンの今を様々な切り口から解説する。

危機に立たされるマクリ政権の経済改革路線 —ペソ急落と利上げの背景と今後の見通し

桑山 幹夫

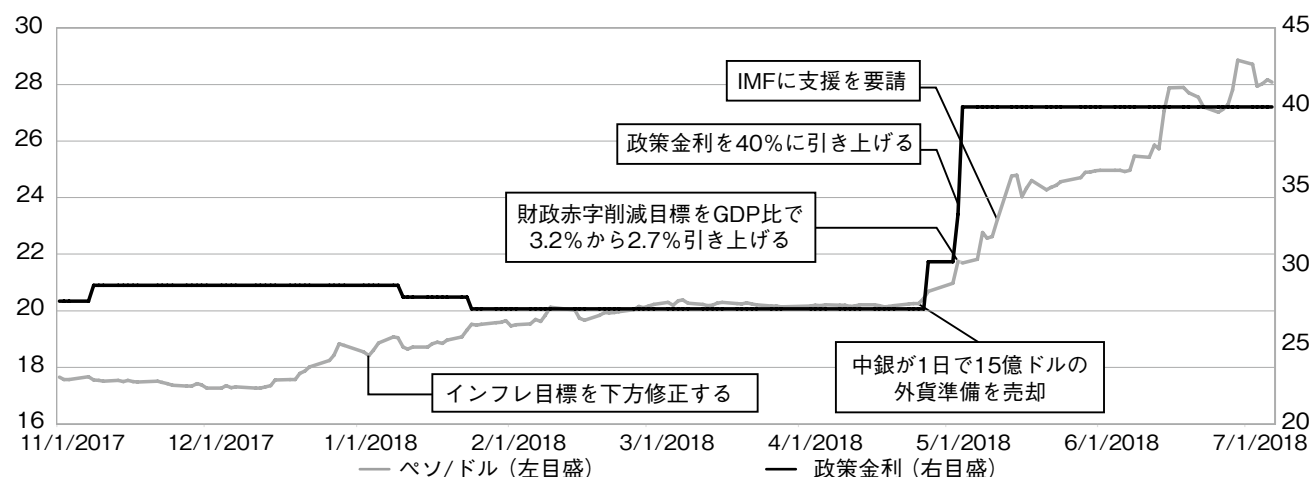
はじめに

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、これまで海外で評価が高かったマクリ大統領の経済政策の有効性が疑問視されるようになった。インフレの進行や経常収支赤字の拡大などで同国の経済自体が脆弱化する中、米長期金利の上昇で新興国から米国へ資本が逆流し、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。利上げの発表後にアルゼンチン通貨ペソは10日間で15%安となった。1992年以降にこれだけ自国通貨が下落したのは初めてだ。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。政策金利の引き上げから1か月経った6月中旬になってもペ

ソ安傾向に歯止めがかかっていない（図 参照）。

通貨防衛を進めるために、2018年5月8日に国際通貨基金（IMF）と融資枠設定についての協議が始まった。当初300億米ドルと予想されていた融資枠（今後3年間、緊急時に支援を受けられる「スタンドバイ」融資枠）が6月7日の最終合意で500億ドルまで拡大された。その条件として、2019年の財政赤字をGDP比で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。2020年には財政赤字の解消を目指す。政府は約150億ドルを第1融資枠として受け入れて、その他の融資枠は予備的な扱いとする予定だ。加えて今後12か月間に、米州開発銀行（IDB）、世界銀行（IBRD）、ラテンアメリカ開発銀行（CAF）から合わせて56億5,000万ドルの融資が承認された。これらの融資は、一時的には通貨防衛、

図：為替レート（ペソ／米ドル）と政策金利（%）の推移 2017年11月～18年6月



出所：アルゼンチン中央銀行とINDECのデータから執筆者作成。

財政再建、外貨準備の立て直しに役立つが、中・長期的には対外債務の増大を意味する。高インフレや補助金削減の痛みをともなう財政再建策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。マクリ大統領の対応策が2019年10月の総選挙を大きく左右する。本レポートでは今回の金融混乱の要因と背景を考察し、今後の見通しについてまとめた。

金融混乱の要因とその背景

金融混乱を引き起こした要因として、米国の「金利正常化」（利率引き上げ）もさることながら、外資流入と対外債務に対するマクリ政権下の対応が不十分であったことが挙げられる。アルゼンチンは、以下の3つの側面において外的ショックに対して脆弱であったことが背景にある。第1に為替レートの調整がインフレに追いつかなかったため、ペソが過大評価されていた。第2にGDP比で5%以上の財政赤字を補填するために多額の対外債務を負うようになる一方で、輸出の鈍化、輸入の急増、資本の大規模な純流出が起こった。新興国からの投資マネーの撤退が進む中で、アルゼンチンが標的になっているのは、同国が高債務国だからだ。第3にマクリ政権の経済チーム内の協調が欠けており、BCRAはインフレを犠牲にしても成長を促すために金融政策を緩和したため、BCRAの独立性とマクリ政権の優先事項に関して金融界の懸念が高まった。政府は外貨準備の約10%を投じて通貨市場に積極的に介入、BCRAが金利を40%まで引き上げて、外資を調達しながら漸進的な経済調整に必要な時間を稼ぐことを望んでいた。しかし、今回の通貨危機は「容易な資金」の時代が終わったことを示唆している。今後、マクリ政権は厳しい国際金融環境の中で経済改革を加速して政府支出の削減を図らなければならない。

マクロ経済運営において、財政赤字が高い水準で推移していることが大きな懸念材料となった。2017年の利払いを含まない基礎的財政赤字（プライマリーバランス）はGDP比で3.9%であった。これは当初予測の4.2%を

0.3%ポイント下回ったが（2016年の数値は4.9%）、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、ドルで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、政府が緊急利上げに踏み切ると同時に、ドゥホブネ財務相は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%に上方修正すると5月4日に発表、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。政府当局と中央銀行との間で一貫性が欠ける政策調整が行われたこともマイナス要因となった。また、同日にBCRAは政策金利を30.25%から33.25%に引き上げ、その翌日に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プレミアム）は3.4%から2018年には4.2%まで上昇する一方でペソは急落した。

マクリ政権の政策が期待通り進んでいない兆候が、2017年末に既に見え始めていたことも確かだ。海外投資家が短期中銀債（LEBAC）を大量に購入しており、彼らが下落する通貨に対する警戒を強めたことで、2017年末からペソ下落が加速した。2017年のインフレが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。インフレ率が2017年に24.8%に達して、高金利がアルゼンチン経済を阻害しているという懸念に対処するために、2018年のインフレ率を当初の目標圏（8%～12%）ではなく、24.8%から15%に下方修正することを決めたことも懸念材料となった。この15%の目標達成が難しいと考えられたさなか、2018年1月23日に政策金利を75ベースポイント引き下げて27.25%にする発表が金融界を驚かした（図参照）。これは消費者物価の抑制を優先するマクリ政権のコミットメントに対する信認の低下を招く結果となった。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を別の通貨の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」の魅力が半減した。

表：主要項目別国際収支、2016～17年第四半期別

（百万米ドル）

	2016年					2017年				
	I	II	III	IV	合計	I	II	III	IV	合計
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
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
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
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執筆者が作成

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するもので、経常収支は308億ドル(GDP比で5.2%)の赤字を計上、前年の147億ドル(GDP比で2.7%)に比べて2倍増となった(表参照)。経常収支の悪化は、財貿易収支がマイナスに転じたこと、サービス貿易および第一次所得収支(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)の赤字が拡大したことによって説明される。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・サービス貿易収支の悪化が顕著となった。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赤字幅が拡大していることも懸念材料となった。第一次所得収支は2016年の121億ドルから2017年には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年の所得収支の赤字は前年比で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。

経常収支赤字は金融収支の余剰(GDPの5.1%)によって完全に補填された。マクリ政権が誕生して以来、対アルゼンチン外資流入が活発化している。国際決済銀行(BIS)によると、アルゼンチン向けの融資が2017年に前年比で21%も増えた。2017年12月末の対外債務総額(名目)は2,330億ドルに達した。その88%が外貨建てで、ドル建ての占有率が68%と高いのが特徴だ。対内直接投資(FDI)は2016年の33億ドルから2017年には3倍の119億ドルに増大した。マクリ政権が始まった2016年から証券(ポートフォリオ)投資が大幅に伸びて、特に2017年に増大、対内証券投資は2016年と2017年にそれぞれ360億ドル、401億ドルと多額の外資が流入した。対外債務の多くは、中央政府とBCRA等の公共部門による債券発行によるところが大きい。2017年の第4四半期に限っても、債券発行は国債(BIRAE 2023, BIRAE 2028, BIRAE 2043, BONAR 2022)と地方債を合わせた66億ドル、および39億ドルのBCRAによるLEBAC債が発行された。外資の流入は、設備投資に繋がりがやすい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指摘する専門家は多い。財政赤字の大半が外貨建ての債務で調達され、米連邦準備制度(FRB)に

よる金利上昇と合わせて、米経済の成長から発生するペソ安傾向が続けば、ペソの目減りが進み、債務利払いの履行能力が低下する。

2018年に入って、マクリ大統領の支持率低下が加速している。地元のコンサルタント社による4月の調査では43%が政府に対して否定的な見解を示す反面、34%が政府支持であった。これはしかし、前年11月からの急激な変化であり、マクリ氏が率いる政党連合が2017年の中間選挙で予想を上回る議席を獲得し、52%近くがマクリ政府に対して肯定的な評価であ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大統領の戦略は、保護主義的で介入型のフェルナンデス・デ・キルチネル政権が続いた10年後に、財政収支の均衡と外国投資の回帰に向けて経済開放を目指すものであった。だが、マクリ大統領は、今は経済運営に懸念を抱き始めた国民と国際投資家のニーズとのバランスを図らなくてはならない。

海外投資家はマクリ大統領が引き続き財政支出を削減し、構造改革路線に固執することを期待する。しかし、これは多くの有権者を失望させかねない。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が大幅に上昇する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。国家統計局(INDEC)によると、賃金水準が2016年4月から18年3月までに58%上昇した一方、インフレ率は同期間に56%上昇した。少なくとも賃金がインフレに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。政府の対応策によって、来年のマクリ大統領が率いる連立政権が大統領選で勝利を収めるか、それとも国民の間で募る不満がマクリ政権がこれまで行ってきた改革を後戻り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。

今後の見通し

マクリ政権下での経済改革の恩恵で経済の活性化の兆しをみせたアルゼンチンが、なぜ短期間に金融危機に瀕することになったのだろうか？その原因の一つとして、10年半以上も続いた低迷から新自由主義的な政策を取ることによって経済を短期に救済できるという楽観主義にあったと言える。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「漸進主義」的アプローチが成功しているように見えた。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。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、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が改善していただに、通貨安とインフレはアルゼンチン経済にとっても新たな試練となることは間違いない。経常収支と財政収支の双子の赤字、そして急増する対外債務の問題に迅速に対応しなければならない。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。

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年のインフレ率として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%に下方修正した。大幅な景気後退が予測されるため、2019年と20年のGDP成長率をそれぞれ2.2%と2.6%に引き下げた。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年末に27.3ペソまでペソ安が進むと予測する。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成長率は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。

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、最近の経済混乱が終息したと宣言した。その背景には5月15日の中銀短期債（LEBAC）の借り換え（全額の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も反省の意を表した。特に為替相場やインフレ率について、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。マクリ大統領は、「温情主義の文化」を批判、これからは財政赤字の削減に真剣に取り組む姿勢を崩していない。インフレ圧が沈静化せず、ペソ安傾向が続く中で、財政の健全化と社会福祉政策の強化が共存できるかどうかはマクリ政権の経済運営と政治基盤存続の鍵となる。

政府が有効な財政再建策を実施して、国内外の信認を回復できるように努力すれば、金利の上昇は為替安の傾向を抑制できるかもしれない。今後も為替安が続く可能性はあるが、政府は既に補助金を削減してきたため、公共料金が今後数か月で安定すれば、国民の支持を回復できるかもしれない。2018年後半にはインフレ率が低下し、2019年にはさらに低下するとの予想も無いわけではない。市場がやがて落ち着きを取り戻し、BCRAが金利引き上げ基調を抑制できるとの楽観的な見方もある。政府戦略のもう一つの柱はインフラ投資だ。経済活動を促進するための公共事業への投資を大幅に増やし、2019年選挙では人気が高まると予想する報道筋もある。その反面、今回の混乱の結果、徴税能力が低下し、財政健全化とインフレ目標を逸して悪循環に陥り、政策決定プロセスがますます脆弱化すると悲観的な見解が有力である。対応策の選択肢が限られている中で、内外の不均衡を緩和する能力を政府がこの数か月で持つようになるとは考え難い。

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、回復基調にあったとはいえ、インフレ抑制、ペソ下落の終結、双子の赤字の是正などのマクロ的な問題だけでなく、雇用創出、国際競争力の強化、所得分配の改善、貧困および社会不平等性の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。アルゼンチン経済が持続的な成長を遂げるには、緊縮経済政策と社会福祉政策を両立しながら、急速に悪化する国際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必要だが、今のところ、それらの問題を根源から解消できる具体案は見えてこない。

（くわやま みきお ラテンアメリカ協会常務理事、
神戸大学経済・経営研究所リサーチフェロー）