

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

欧米調査部上席主任エコノミスト

西川珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

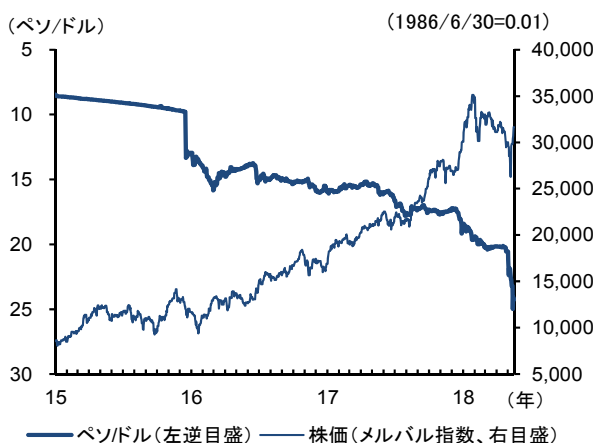
- アルゼンチン・ペソは史上最安値を連日更新し、当局は通貨防衛のため、為替介入、利上げ、財政緊縮措置等による対応を迫られている。当面の市場の焦点は、IMF融資の時期と条件である
- マクリ政権は構造改革を推進してきたが、ファンダメンタルズの改善は遅れており、経常赤字の拡大、低水準の外貨準備、外貨建て債務比率の高さ等、対外面での脆弱性には懸念が大きい
- 国際金融市場に復帰したとはいえ、アルゼンチンの存在感は大きくない。メキシコ・ブラジルは通貨安への耐性が強く危機連鎖は回避可能とみられるも、危機が示唆する政治的な含意が重要だ

1. 急落するアルゼンチン・ペソ相場と政府の対応

米金利先高観の高まりにより新興国からの資金流出圧力が強まる中、アルゼンチン・ペソは史上最安値を連日更新している。ペソ/ドルレートは、5月2、3日の2日間で8%超、5月14日には約7%下落するなど、軟調に推移している（5月16日時点24.27ペソ/ドル、年初来約23%下落）¹（図表1）。

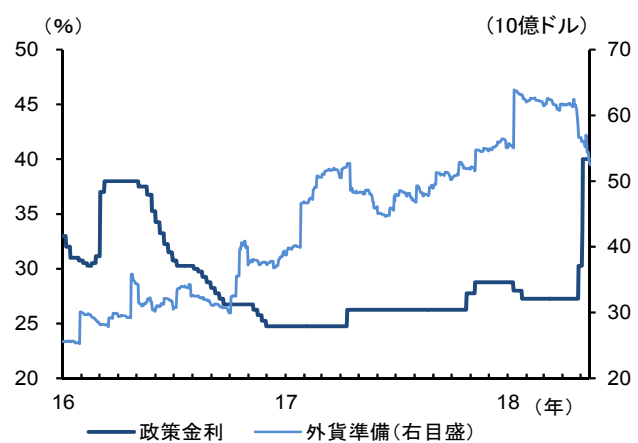
通貨防衛のため、アルゼンチン政府・中銀は、大規模な為替介入、政策金利の引き上げ、財政緊縮措置発表等、政策手段を総動員した対応を迫られている。アルゼンチン中銀は、3月以降5月15日までに約102億ドル（4月23日以降で77億ドル）のペソ買い・ドル売り介入を実施している。中銀は、4月24日の定例会合で政策金利変更を見送ったが、その後3回の緊急利上げ（累計+12.75%PT）²を実施し、政策金利は40%に達している（図表2）。緊急利上げと同時に、政府は2018年の基礎的財政収支（GDP比）の目標値を▲3.2%から▲2.7%に修正し（5月4日）、財政運営に対する信認回復を図っている。

図表1 ペソ/ドル相場と株価



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表2 政策金利と外貨準備



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

当局は、国際機関への支援要請にも動いている。政府は国際通貨基金（IMF）に融資（300億ドル前後）を要請したほか（5月8日）、中銀は国際決済銀行（BIS）のコンティンジェンシー信用枠（20億ドル）利用を発表した（5月9日）。IMF融資は、新興国の国際収支危機対応として用いられるスタンバイ取極（SBA）を軸に協議される模様で、融資条件である経済政策調整（コンディショナリティ）の内容が注目される³。マクリ政権は、財政漸進主義（fiscal gradualism）を掲げ、緩やかに財政緊縮を進めており、財政緊縮のペース見直しが協議の1つのポイントとなろう。IMFは、アルゼンチンの変動相場制維持を支持し、ペソ相場の目標圏設定を融資条件とはしない方針を示している（5月14日）。

当面の市場の焦点は、IMF融資決定の時期と具体的内容（コンディショナリティ、規模等）となる。IMFのラガルド専務理事は、2015年12月に発足した中道右派マクリ政権の改革姿勢を評価し、迅速に協議を進める方針であるほか、トランプ大統領も電話会談（5月14日）でマクリ政権の改革努力を強く支援する意思を表明したとされる。アルゼンチン政府は当初、IMFの融資供与まで6週間程度を要すると指摘していたが（5月9日）、ドゥホブネ財務相はより早期の決着を目指す意向を示しており（5月14日）、早期に融資内容が確定すればペソ相場を下支えることが期待される。その後は、マクリ政権が合意条件を着実に履行できるかを見守る展開となろう。

通貨防衛のために金融・財政引き締めが強化され、景気が失速すれば、マクリ政権の支持率が低下し、2019年の大統領選挙で左派政権が復活するリスクが高まる。アルゼンチンでは、90年代にコンディショナリティ未達によりIMF融資が停止されたこと等が2000年代初頭の経済危機を招いたとして、国民のIMF支援に対する不信感が根強い。すでにIMFとの協議に反対する労組デモが発生しているほか、議会では野党がIMF支援について議会承認を要求（現行は大統領権限で実施可能）するなど、反発の動きが広がっている。2017年の議会選挙では、マクリ政権の与党連合が議席数を伸ばしたものの、過半数は確保できておらず、政策運営には左派ペロン党の協力が欠かせない。2018年はG20議長国としても国際的な注目が集まる中、マクリ政権の経済政策運営は正念場を迎えている

2. ペソ急落の背景にあるアルゼンチン経済の課題

（1）マクリ政権は構造改革推進も、ファンダメンタルズの改善に遅れ

新興国通貨の中でも特にアルゼンチン・ペソが売り込まれた背景には、アルゼンチン経済が抱えるファンダメンタルズの弱さがある。2015年12月に発足した中道右派のマクリ政権は、就任直後から矢継ぎ早に構造改革を推進してきた。大衆迎合的な左派フェルナンデス前政権の「規制強化、保護主義、

図表3 アルゼンチン主要経済指標

		2015	2016	2017
実質GDP成長率	前年比、%	2.7	▲ 1.8	2.9
消費者物価上昇率	前年比、%	26.9	41.1	24.8
経常収支	GDP比、%	▲ 2.7	▲ 2.7	▲ 4.8
財政収支	GDP比、%	▲ 5.1	▲ 5.8	▲ 6.0

（注）2015・16年の消費者物価はブエノスアイレス市、2017年は全国。

（資料）国家統計局、アルゼンチン中央銀行等より、みずほ総合研究所作成

「拡張的財政運営」路線を修正し、変動相場制への移行、貿易・資本規制の撤廃・緩和、財政健全化、インフレ目標導入、債務問題の解決、対外開放政策を推進してきた。15年ぶりに国際金融市場での資金調達を実現し、市場メカニズムを重視する改革姿勢に対する市場の評価は高かった⁴。

しかし、ファンダメンタルズの改善は遅れている（図表3）。景気は個人消費・設備投資等の内需をけん引役に回復傾向にあるが、大規模な干ばつ等の天候要因による農業生産・輸出への悪影響等により、IMFは成長率予想を下方修正している（2017年10月予想+2.5%→2018年4月+2.0%）。一方、インフレ率は高騰している。インフレ目標は2017年1月から本格的に運用が開始されたが、2017年は目標（+12～17%）を大幅に上回った（+24.8%）。2017年12月には、2018年以降のインフレ目標を上方修正し（2018年：+8～12%→+15%、2019年+3.5～6.5%→+10%）、その直後の2018年1月に利下げを実施したことが金融政策への信認低下を招いている。2018年入り後も、公共料金引き上げやペソ安により、インフレ率は目標を大幅に超過している（4月+25.5%）。

財政健全化の進捗もはかばかしくない。財政収支（非金融公的部門の総合収支、GDP比）は、▲6%近辺の高水準の赤字となっている。政権発足当初に掲げていた基礎的財政収支（利払い費等を除く）を2019年にほぼ均衡させる目標は先送りされ、黒字転換は2022年に後ずれする見込みとなっている。

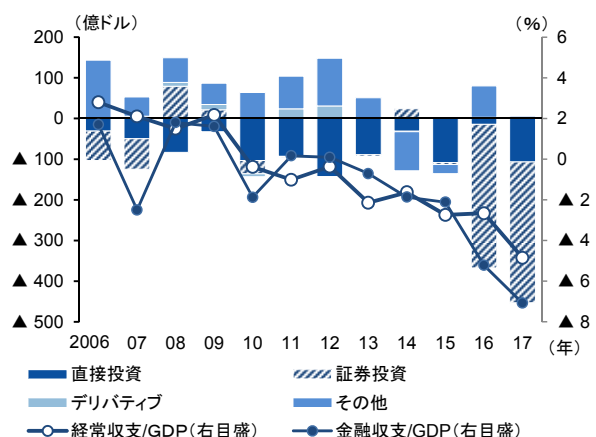
（2）懸念が大きい対外面の脆弱性

ファンダメンタルズの弱さの中でも特に懸念されるのは、対外面の脆弱性だ。

経常収支赤字の水準は高く、そのファイナンスを証券投資に依存している。輸入規制の緩和や景気回復に伴う輸入の急増により貿易収支が赤字に転落し、経常収支はGDP比▲5%近くまで赤字が拡大している。国際金融市場への復帰により、証券投資の流入超幅は急拡大している。直接投資の流入超幅も緩やかに拡大しているが、足の速い証券投資への依存度が高い点はアキレス腱だ（図表4）。

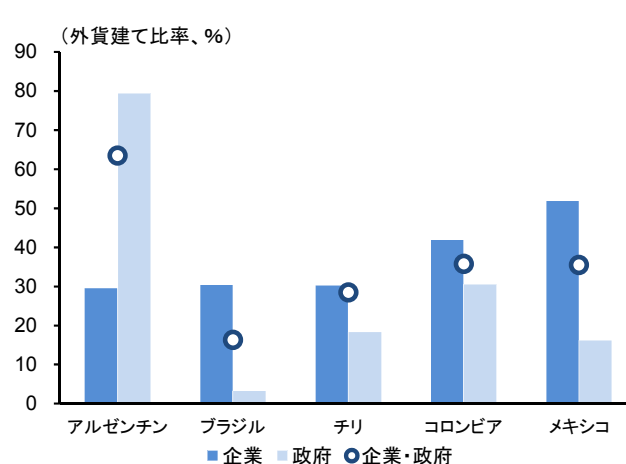
対外債務拡大の一方、外貨準備の水準は十分とは言えない。国際金融市場への復帰とともに、対外債務は拡大した（2015年末1,674億ドル、GDP比26%→2017年末2,330億ドル、同36.5%）。変動相場制への移行後、外貨準備は増加傾向にあったが、対外短期債務比でようやく適正目安となる1倍に達した程度である（2017年末、外貨準備550億ドル。2018年5月16日時点では524億ドル）。

図表4 経常収支・金融収支



（注）金融収支は外貨準備を除く。（-）表示は資本流入を示す。
（資料）国家統計局より、みずほ総合研究所作成

図表5 中南米主要国の外貨建て債務比率



（注）各国債務に占める外貨（ドル・ユーロ・その他）債務の比率。
2017年12月末時点。

（資料）国際金融協会（IIF）より、みずほ総合研究所作成

債務の外貨建て比率は高く、為替変動への耐性が弱い。企業・政府部門債務の外貨建て比率（2017年12月末）は64%（国際金融協会データ）と、他の中南米主要国の倍近い水準に達しており（図表5）、通貨安により債務返済負担が増大しやすい。特に政府部門は、2017年6月に投資不適格級の発行体としては初めてとなる100年債（27.5億ドル）を発行するなど活発に起債してきたが、その殆どが外貨建てであり、政府債務の外貨建て比率は8割弱と極めて高い。他の中南米主要国政府が、自国通貨建て国債へのシフトを進め（政府債務の外貨建て比率：ブラジルは3%、メキシコ16%）、政府は企業より外貨建て債務比率が低くなっている状況と、アルゼンチンは逆行する形になっている。

3. 中南米主要国への危機連鎖は回避可能も、政治的な含意が重要

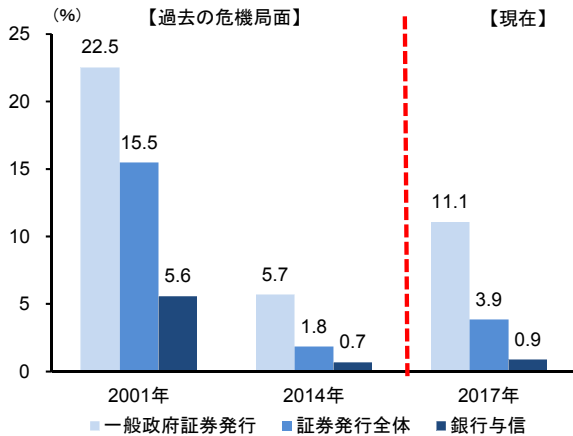
対外面での脆弱性が懸念されるアルゼンチンだが、国際金融市場での存在感はかつての危機局面に比べ大きくない。アルゼンチン政府の証券発行残高（2017年末）は、新興国全体の11%を占める。ホールアウト債権者問題との法廷闘争の結果デフォルト状態に陥り、国際金融市場へのアクセスがなかった2014年（6%）に比べると上昇しているが、2001年のデフォルト時（23%）の半分程度にとどまっている。また、企業等の民間部門を含む証券発行全体でみた場合には、アルゼンチンのシェアは4%弱と存在感はより小さい（図表6）。

新興国向けの国際銀行与信に占めるアルゼンチンのシェアも1%弱に過ぎない。2017年のアルゼンチン向け国際銀行与信は前年比31%増と、中南米主要国で最大の伸びを示し、2001年以来の水準（569億ドル）に達したが、メキシコ（3,466億ドル）やブラジル（3,396億ドル）の1/6程度にとどまる（図表7）。アルゼンチン向け債権が不良債権化すれば打撃が大きいのは最大の貸し手であるスペイン（シェア47%）だが、かつての欧州債務危機に比べて与信規模は小さい⁵。

米金利上昇による新興国からの資金流出圧力が高まる中、アルゼンチン同様にファンダメンタルズの弱さを抱える新興国は通貨安が進みやすいとみられるが、中南米主要国のなかでもアルゼンチンの対外面での脆弱性は突出している。ブラジルやメキシコは、著しい対外面の脆弱性はみられない。外貨建て債務への依存度（前出・図表5）や、経常赤字の水準（2017年の経常収支対GDP比：ブラジル▲0.5%、メキシコ▲1.6%）、外貨準備の対外短期債務比（2017年、各々7.2倍、3.3倍⁶）等の対外関連指標から判断すると、ブラジルやメキシコは通貨安への耐性が強く、危機の連鎖は回避可能であるとみられる。

むしろ、ブラジルやメキシコにとって重要なのは、アルゼンチンが直面する危機が示唆する政治的な含意である。メキシコは7月、ブラジルは10月に大統領選挙を控え、両国とも財政健全化や規制緩和を推進する現政権の構造改革路線を継承する候補が伸び悩み、大衆迎合的な主張を展開する候補が優位にたっていることが、すでに通貨の下落要因となりつつある。アルゼンチンが直面する危機は、大衆迎合的な政権が残した負の遺産の整理は短期間では難しく、脆弱なファンダメンタルズに市場はもはや寛容ではないことを改めて示している。選挙による選択の結果次第では、ブラジルやメキシコは、いずれアルゼンチンと同じ轍を踏むことになりかねず、各国の選挙戦で議論される政策運営の方向性が、通貨安を増幅するリスクには注意が必要だ。

図表6 アルゼンチンの証券発行・銀行与信



(注) 証券発行は、国際資本市場における新興国の発行残高に占めるアルゼンチンのシェア。国際銀行与信は、新興国向け国際銀行与信残高に占める同シェア。
(資料) 国際決済銀行 (BIS) より、みずほ総合研究所作成

図表7 中南米向け国際銀行与信

2017年 12月末	全体		スペイン	米国	日本
	(億ドル)	(前年比%)	(構成比%)		
中南米全体	11,644	4.6	-	-	-
メキシコ	3,466	6.8	42.9	25.6	6.4
ブラジル	3,396	▲ 2.0	47.5	20.0	8.0
チリ	1,677	12.3	45.8	6.7	5.0
ペルー	660	1.0	40.9	8.5	2.7
コロンビア	651	1.0	32.7	12.6	4.2
アルゼンチン	569	31.2	47.1	18.3	1.0
ベネズエラ	113	▲ 16.3	19.6	29.8	0.7

(注) 1. データは所在地ベース。与信は貸出の他、債券・株式投資を含む。
2. 構成比は報告銀行与信全体に占める割合。
(資料) 国際決済銀行 (BIS) より、みずほ総合研究所作成

¹ 5月15日にペソ相場は反発し(前日比3.9%上昇)、短期中銀債(Lebac)の借り換え(約250億ドル)等の入札が混乱なく実施された。株価(メルバル指数)は、5月上旬に急落したものの、ペソ安による輸出企業の収益改善期待等もあり、値を戻している。

² 政策金利: 4月27日27.25%→30.25%→33.25%(5月3日)→40.0%(5月4日)。5月8日の定例会合では、据え置き。

³ 特定された脆弱性の解決に絞った条件を設定し、大幅な政策調整を求められない予防的流動性枠(PLL)となる可能性も指摘されている。政策調整を条件とされない弾力的信用枠(FCL)は、極めて強固なファンダメンタルズと政策の実施、あるいはその実績を備えた国を対象(例:メキシコ、コロンビア)としており、アルゼンチンは資格基準を満たさないとみられる。

⁴ マクリ政権の経済改革については、西川珠子「アルゼンチン新政権の経済改革」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2015年12月21日)参照。

⁵ 2009年10月のギリシャ政権交代に伴い財政問題が顕在化した際のギリシャ向け国際銀行与信残高(所在地ベース)は3,000億ドル超(2009年9月時点)。より広範な欧州債務危機に発展した段階の南欧諸国(PIIGS:ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン)向け与信残高は、約3兆ドル(2010年12月時点)。

⁶ メキシコは外貨準備1,728億ドル(2017年末)に加え、IMFから上述のFCL約880億ドルを供与されている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。