

左派政権が復活するアルゼンチン 迫る「9度目のデフォルト」危機

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

- アルゼンチン大統領選挙では、中道左派のフェルナンデス氏が勝利。現職マクリ大統領は構造改革を志向も、急速な対外開放と緩やかな財政再建のポリシーミックスが破綻し、通貨危機を招いた
- 次期政権は、市場機能より政府の役割を重視する大衆迎合的な政策への回帰を進める可能性が高い。フェルナンデス氏は穏健派とみられるも、急進派のCFK副大統領の影響力が不確定要因
- IMF・民間債権者との債務交渉が決裂し9度目のデフォルトに至るリスクは相応に高い。デフォルト時のスピルオーバーリスクは低下しているが、世界的なデフォルト警戒モードには要注意

1. 大統領選挙の結果と政権交代の背景

(1) 大統領選挙ではフェルナンデス氏が圧勝、左派政権が復活

アルゼンチンでは、10月27日に実施された大統領選挙の結果、野党の中道左派ペロン党（選挙連合「全国民の戦線」）のアルベルト・フェルナンデス氏（開票率97%時点、得票率48.1%）が、中道右派（選挙連合「変化のためとともに」）の現職マウリシオ・マクリ大統領（同40.4%）を下した。フェルナンデス氏は8月11日の予備選挙での勝利以降一貫して優位を保ち、決選投票¹にもつれこむことなく勝敗は決した。マクリ大統領は2015年の大統領選挙で、計12年間にわたったペロン党キルチネル派政権²からの政権交代を果たしたが、4年を経て再び左派政権が復活する（2019年12月10日発足）。

近年の中南米の大統領選挙では、汚職・治安問題や景気低迷を打開できない既存政党への有権者の強い反発が、政権担当経験のない第三勢力を政権与党の座に押し上げる動きがみられた（メキシコ2018年7月、ブラジル同10月）。アルゼンチンでは、汚職疑惑の絶えないクリスティナ・フェルナンデス・デ・キルチネル前大統領（以下、CFK前大統領）を副大統領候補に擁し、長期にわたり政権を担ってきたペロン党の復権を有権者が選択したという点で、メキシコやブラジルとは大きく異なる。

(2) マクリ大統領の敗因は経済情勢、ポリシーミックスに誤り

マクリ大統領敗北の最大の要因は、混迷する経済情勢にあると考えられる。アルゼンチンは、景気後退（実質GDP成長率、2019年IMF予測▲3.1%）と高インフレ（消費者物価上昇率、同57.3%）が併存する深刻なスタグフレーションに見舞われている（図表1）。2018年の通貨急落により、ドルベースでの名目GDPおよび一人当たりGDPは、政権発足時の2015年に比べて約2割減少した。2000年代初頭のIMF支援下での緊縮措置が経済危機を招いたとみる国民感情が根強く残る中、マクリ政権はIMFへの金融支援要請を余儀なくされ³、フェルナンデス陣営は「壊滅的な社会状況の責任はマクリ政権とIMFにある」と糾弾した。

「迅速な改革」を掲げて大統領選挙に勝利し、2015年12月の就任早々矢継ぎ早に構造改革を推進し、2017年の議会中間選挙では与党連合を勝利に導くなど、任期前半は一定の信任を得ていたマクリ政権は、2018年に一転して窮地に陥った。IMFは、新興国の構造改革では「順序とタイミングの適切さが重要」として、経済状態が悪い状況で実施すると短期的に代償が大きくなりかねない改革は、良好な経済環境下、かつ政権任期の早い段階で実施するのが最適であると指摘しているが⁴、この点でポリシーミックスを誤ったと考えられる。

マクリ政権は、就任早々に変動相場制に移行し、資本規制の撤廃・緩和や貿易自由化を進め、過去の対外債務問題を解決して国際金融市場への復帰を果たすなど、急速に対外開放を進めた。金融・財政運営においては、インフレ目標や基礎的財政収支（P B）の黒字化目標など、ルールに基づく政策運営を導入し、通貨供給拡大による財政ファイナンス（マネタイゼーション）を廃止した。

こうした改革の方向性は正しいものだったと考えられるが、緩やかに財政再建を進める「漸進的財政調整主義」に問題があったとみられる。政権発足当初のP B黒字化目標達成は2022年に設定され、4年間の任期中は赤字を許容する内容となっていた。財政再建が先延ばしにされたため、必然的に資金調達ニーズは高い状態が続き、マクリ政権下では、政府債務、対外債務が急拡大した（図表1）。

急速な対外開放と緩やかな財政再建のポリシーミックスは、グローバルな過剰流動性を背景に新興国への資金流入が続いている局面では許容されていた。しかし、2018年になって米金利先高観の高まりに伴い国際金融環境が激変すると、機能不全に陥った。アルゼンチンの政策運営への不信から通貨ペソが急落し、IMF金融支援の融資条件としてP B黒字化目標を2019年に前倒しすることを余儀なくされた結果、景気後退局面で財政緊縮を強化せざるを得ない最悪の事態となった。

マクリ政権が緩やかな財政再建を志向せざるを得なかったのは、議会で過半数に達しない少数与党であり、左派への一定の配慮が必要だったためと考えられる。1980年代の民政移管後、ペロン党以外の大統領が財政規律の重視を訴えても、緊縮財政への反発等により4年の任期を全うできなかった。マクリ大統領は、ペロン党以外で初めて任期を満了した大統領としてではなく、通貨・債務危機を招いた大統領として歴史に名を残すことになる。

図表1 マクリ政権発足後の主要経済指標の推移

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
実質GDP成長率	前年比%	2.7	▲ 2.1	2.7	▲ 2.5	▲ 3.1	▲ 1.3
名目GDP	10億ドル	642	557	643	519	445	443
一人当たりGDP	ドル	14,895	12,773	14,588	11,658	9,888	9,731
消費者物価（12月）	前年比%	26.9	41.1	24.8	47.6	57.3	39.2
基礎的財政収支	GDP比%	▲ 4.4	▲ 4.8	▲ 4.2	▲ 2.2	▲ 0.6	1.1
政府総債務残高		52.6	53.1	57.1	86.1	93.3	80.8
経常収支		▲ 2.7	▲ 2.7	▲ 4.9	▲ 5.3	▲ 1.2	0.3
対外債務残高		26.0	32.6	36.5	53.5	-	-

（注）2015・16年の消費者物価はブエノスアイレス市、2017年以降は全国。

2019・2020年は、2019年10月時点のIMF予測。

（資料）IMF「World Economic Outlook」（対外債務以外）、アルゼンチン国家統計局（対外債務）

2. 大衆迎合的な政策に回帰するフェルナンデス次期政権の政策運営

フェルナンデス次期政権は、前左派政権で実施された市場機能より政府の役割を重視する大衆迎合的な政策への回帰を進める可能性が高い。予備選挙での大敗と通貨急落を受けて、マクリ大統領は減税や各種手当拡大、生活必需品価格・公共料金の凍結、外貨購入制限等の資本規制の再導入等の政策を打ち出しており、大衆迎合的な政策への回帰はすでに始まっている（図表2）。

次期政権の経済政策の具体策は明らかでない点が多いが、賃上げや年金給付・各種手当拡大等の拡張的な財政運営による景気刺激と、価格統制を通じたインフレ抑制が柱になるとみられる。マクリ政権下で撤廃・緩和された為替・資本・貿易取引等に係る各種規制は再び強化に向かうと予想される。通商政策は保護主義的な色彩が強まり、米国との関係改善が滞る可能性がある。次期政権は、世界有数のシェール資源を擁するバカムエルタ鉦区開発を経済成長と歳入増の切り札と位置付けており、外資参入を排除しないとしつつ、国内企業の利益を優先する方針を示している。

フェルナンデス氏自身は、元首相時代（2003～2008年）、現実主義的な穏健派として知られた。民間企業の国有化等のCFK前大統領の政策を批判して首相を辞任し、2015年の前回大統領選挙では穏健派陣営に属した経緯がある。このため、CFK前大統領時代（2007～2015年）ほど急進的な政策運営にはならないとの期待がある。フェルナンデス氏は選挙戦で、経済安定のために「オーソドックスとヘテロドックスの両方の解決策」を模索すると発言している（10月13日）。西島（1990年）⁵によれば、オーソドックス・タイプの安定化策は「IMFが主導する安定化策」であり、需要管理政策を通じたインフレ抑制と同時に貿易等の自由化策が同時に進められる。その一方で、ヘテロドックスタイプの安定化策は「価格、賃金、為替レートの統制による所得政策、インデクセーション（注：賃金等の物価連動）の廃止、新通貨の発行などを主体とするショック療法」とされる。アルゼンチンでは、1985年から導入されたアウストラル計画がヘテロドックスタイプの安定化策と位置付けられるが、十分な財政赤字の削減を伴わず最終的には失敗に終わったと評価されている。フェルナンデス氏が折衷型の安定化策を成功させるには、財政赤字の削減が避けて通れない。

図表2 マクリ政権の政策運営とフェルナンデス次期政権で予想される政策転換

	マクリ新政権(2015-2019)	フェルナンデス次期政権(2019-2023)
為替制度	変動相場制への移行 為替介入レンジ導入(→市場動向次第で介入)	政府による管理・規制の強化 公式・非公式レートの二重相場
資本規制	外為取引規制の撤廃・緩和(→再導入)	外為取引規制の強化
貿易規制	輸入規制の撤廃・緩和、農産品輸出税減免(→再導入)	輸入規制の強化、輸出税増税
財政政策	緊縮志向。基礎的財政収支黒字目標導入 補助金削減、公共料金の引き上げ(→凍結)	拡張志向。年金給付・各種手当拡大、 補助金拡大、公共料金の凍結
金融政策・インフレ	インフレ目標の導入(→マネタリーベース目標に変更) 価格統制の見直し(→生活必需品価格の凍結)	賃金水準引き上げ等所得政策重視 価格統制によるインフレ抑制
対外債務	IMF支援枠組みを維持しつつ返済予定を修正 長期債の自主的なリプロファイリングを要請	債務返済を履行するが国民を犠牲にしない 景気回復を優先し、返済は繰り延べ
対外政策	市場開放志向の通商政策(EU・メルコスールFTA推進等) 対米関係重視(トランプ大統領との関係良好)	保護主義的な通商政策 ブラジルとの関係悪化によりメルコスールは停滞

(注) マクリ政権の(→)表示は任期中の軌道修正(改革路線の後退)を示す。

(資料) 各種報道等

現与党連合は、一定の影響力を保持し、急激な政策転換をけん制するとみられる。マクリ大統領は敗北したとはいえ40%を超える支持を獲得した。フェルナンデス氏との得票率の差は、予備選挙（16.6%ポイント）から大幅に縮小（7.7%ポイント）しており、左派政権復活に対する警戒感の強さを示す結果となった。また、同時に実施された議会選挙⁶では、上院（72議席）でペロン党キルチネル派が過半数を確保する一方、下院（257議席）では過半数に達しておらず、次期政権は議会運営で超党派の協力をあおぐ必要がある。

政策運営上の大きな不確定要素は、次期政権の副大統領となるCFK前大統領の影響力である。副大統領就任は汚職捜査から逃れるための不逮捕特権が目的で、影響力は大きくないとの見方があるものの、CFK前大統領の岩盤支持層が左派政権復活を後押しした側面は否めず、影響力行使を警戒する見方は根強い。

3. IMF金融支援の継続性と債務再編の行方

（1）「2003年ウルグアイ型」債務再編を志向も、迫る「9度目のデフォルト」危機

次期政権にとって喫緊の課題は、IMFおよび民間債権者との債務交渉である。マクリ大統領は、①短期国債（国内債）の元本返済繰り延べ（リプロファイリング）、②長期国債（国内債・国際債）の自主的なリプロファイリング要請、③IMF融資の返済スケジュール見直し交渉、からなる債務管理政策（総額1,000億ドル規模）を発表している（8月28日）。このうち、短期国債のリプロファイリングについてはすでに実施済みであり、次期政権の下では、長期国債やIMF融資の返済に関する具体的な交渉が本格化すると考えられる。

次期政権の債務交渉の基本方針は、「景気回復が実現するまで返済を繰り延べる」ことだ。債務返済に関しフェルナンデス氏は、「債務返済を履行し約束は尊重するが、国民を犠牲にしない」（9月5日）、「成長なくして返済なし」（9月27日）といった見解を表明している。

IMFとの協議では、融資条件である2019年の財政均衡目標達成が困難になっており、9月実施予定だった54億ドルの融資が凍結されている。IMFは、「アルゼンチンに対し深く関与していく」（ゲオルギエバ専務理事、10月17日）姿勢を維持し、追加の融資実行や、すでに実施された440億ドル相当の融資の返済スケジュール（当初予定では2021年から返済開始）見直しの是非について、次期政権の政策枠組みを踏まえて対応を判断する意向だ。現在のスタンドバイ取極（SBA、短期的な国際収支上の問題に対処する枠組み）から、融資・返済期間がより長い拡大信用供与措置（EFF、中長期的な国際収支上の問題に対処する枠組み）への切り替え等が検討される可能性がある。フェルナンデス氏の発言からすると、次期政権は厳しい財政緊縮措置を回避しようとする可能性が高く、IMFとの交渉は難航が必至である。当初IMF融資は外貨準備の積み増し等に充当することが企図されていたが、短期国債の償還に充てられるなど自転車操業状態になっており、追加融資が実行されなければ2020年の債務返済に支障が生じるリスクが高まる。

民間の債券保有者（公的対外債務のうち民間の債券保有は2018年時点約1,010億ドル）との債務交渉では、次期政権は2003年ウルグアイ型の債務再編を志向している。ウルグアイの債務再編は、一律5年間返済を繰り延べ、元利減免を行わない形で実施された。フェルナンデス氏は、「ウルグアイ型の解決策はそれほど難しくない」と楽観しているが、ウルグアイの対象債券は約57億ドルと比較的小

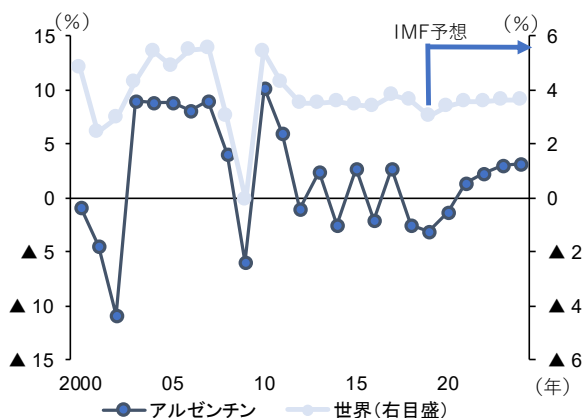
規模であったうえに、厳しい財政緊縮措置を伴うものであったことを踏まえると、アルゼンチンが同様の枠組みを実現するハードルは高いと考えられる。また、IMFは債券保有者の救済のためにIMF融資が利用されたとの批判を回避するために、追加融資の条件として対民間債務の大幅な削減（元本カット）を求める可能性が指摘されている。しかし、民間の債券保有者はIMF融資実行の可否を見極めてからでないと債務交渉に応じない可能性があり、IMF・民間債権者との債務交渉が決裂し、アルゼンチンが建国以来9度目のデフォルト⁷に至る可能性は相応に高いと考えておくべきだろう。

債務交渉が決裂しなかった場合でも、景気が回復すれば債務返済できるというフェルナンデス氏の楽観的なシナリオには危うさがある。フェルナンデス氏が楽観的である背景には、自らが首相を務めていた2006年にIMF融資全額を期限前一括返済した成功体験があるとみられる。2001年のデフォルト後、債務再編には3年半を要したが、この間アルゼンチン景気は好調な国際商品市況を追い風に輸出をけん引役として急回復を果たし、外貨準備も回復したことでIMFへの早期返済が可能となった。しかし、現在は外部環境が大きく異なる。当時の世界経済成長率は5%前後の高成長に達していたが、足元では世界的に景気の下振れリスクが高まっている。IMFの予測によれば、2019年は3.0%と10年ぶりの低成長となり、今後5年間も3%台半ばの成長にとどまる見込みだ。世界的な低成長局面では輸出の急拡大は期待し難く、賃上げや各種手当拡大等による消費刺激頼みの回復には限界がある（図表3）。財政緊縮策を回避し、返済繰り延べで時間稼ぎをしている間に景気回復が回復し、債務返済が可能になる楽観シナリオの実現可能性は高いとはいえない。

（2）スピルオーバーリスクは低下も、世界的なデフォルト警戒モードには要注意

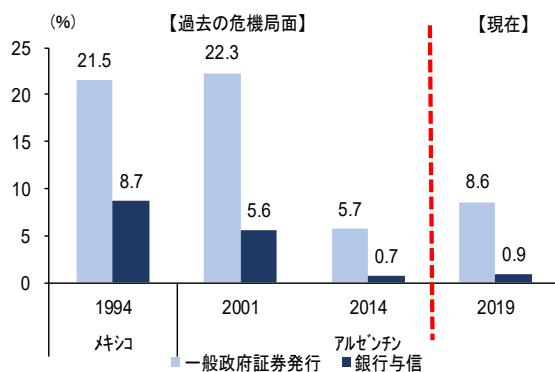
アルゼンチンがデフォルトした場合の国際的な影響波及（スピルオーバー）リスクは、かつてに比べて低下していると考えられる。アルゼンチンの国際金融市場における存在感は、過去の中南米債務危機に比べて小さい（図表4）。一般政府の負債性証券発行残高は、2019年3月末時点で約9%と一定の存在感があるが、2001年のデフォルト時（22%）を大幅に下回る。また、新興国向けの国際銀行与信残高に占めるシェアは0.9%とごく小さい。最大の貸し手であるスペイン（全体の52%）の金融システムへの影響は注視する必要があるが、邦銀のエクスポージャーは約3億ドル（同0.7%）にと

図表3 実質GDP成長率



(注) 2019年以降はIMF予測
(資料) IMF

図表4 新興国の証券発行・銀行与信に占めるアルゼンチンのシェア



(注) 証券発行は、新興国一般政府の国際負債性証券発行残高に占める各国のシェア。銀行与信は、新興国向け国際銀行与信残高に占めるシェア。アルゼンチンの2014年はテクニカルデフォルト時

(資料) 国際決済銀行 (BIS)

どまる。また、政府部門の外貨建て債務への依存度の高さや外貨準備の備えの乏しさといった点でアルゼンチンは特異な存在であり、主要新興国にアルゼンチン型の債務危機が広がる可能性は低い⁸。

気をつける必要があるのは、足元で世界的にデフォルト警戒モードが高まっていることだ。IMFは10月発表の国際金融安定性報告書（GFSR）⁹で、低金利環境の継続により金融面でのリスクテイクが進み、ハイリスクの企業債務の拡大や新興・フロンティア市場国の対外借り入れ依存拡大といった脆弱性が蓄積していると警告している。アルゼンチンがデフォルトした場合、アルゼンチンへの投融資に起因する直接的な損失から生じる影響の大きさや、アルゼンチンの特異性にかかわらず、新興国債務に対する警戒モードが一層高まり、資金流出加速が他の新興国の通貨・債務危機の引き金となるリスクを意識しておく必要がある。

¹ 第1回投票で、①得票率45%以上、もしくは②得票率40%以上かつ2位の候補に10ポイント以上の差、の条件を満たす候補がない場合、決選投票が実施される。実際に実施されたのは前回2015年選挙が初めてで、第1回投票で2位だったマクリ氏が決選投票で逆転勝利をおさめた。

² ネストル・キルチネル元大統領（クリスティナ・フェルナンデス・デ・キルチネル前大統領の夫）の4年（2003～2007年）およびCFK前大統領の2期8年（2007年～2015年）。

³ IMF支援の経緯については、西川珠子「綱渡りが続くアルゼンチン～IMF支援から1年、通貨危機脱却は道半ば」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2019年5月21日）を参照されたい。

⁴ IMF, *World Economic Outlook*, Chapter 3, October 2019

⁵ 西島章次「第三章 インフレ安定化策の諸問題」日本貿易振興機構アジア経済研究所 研究双書403『ラテンアメリカのインフレーション』1990年

⁶ 下院（任期4年）の半数（130/257議席）、上院（任期6年）の1/3（24/72議席）が改選対象。

⁷ 格付会社は一時ソブリン格付けを選択的（一時）デフォルトに引き下げたが、短期国債の返済繰り延べ条件発効を受けて引き上げている。

⁸ 主要新興国と比較したアルゼンチンの特異性については、西川珠子・玉井芳野「新興国通貨安と債務問題～中国民間部門の外貨建て債務膨張に潜むリスク」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2019年5月21日）を参照されたい。

⁹ IMF, *Global Financial Stability Report*, Chapter 2, 4, October 2019

●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。