

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

循環的には上向くも構造問題に苦しむアルゼンチン経済

海外情勢の悪化と脆弱な対外収支構造により、2012 年のアルゼンチン経済は 2% 程度の低成長。穀物価格上昇と通貨安、ブラジル経済の底入れにより 2012 年後半から循環的には上向き、2013 年は成長率が 3% 台へ高まる見込み。しかし高インフレや債務問題に代表される構造問題の解決が見通せないため、アルゼンチン経済の先行きを楽観視はできない。

低迷が続く

アルゼンチン経済が低迷している¹。2010 年の 9.2% 成長をピークに成長率は低下傾向にあったが、2012 年 4～6 月期には前期比年率▲3.7% とついにマイナス成長へ転落した。7～9 月期には 2.5% 成長へ復帰し、2 四半期連続のマイナス成長によるテクニカル・リセッション入りこそ回避したもの、伸びは 4～6 月期に落ち込んだ反動の範囲にとどまる。前年比で見ると、4～6 月期 0.0% に続き、7～9 月期も 0.7% と水面すれすれの推移である。

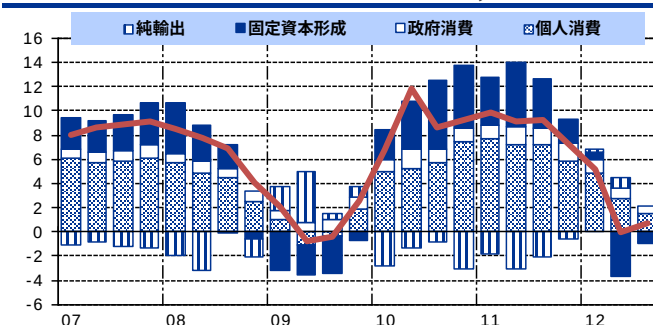
海外情勢の悪化で輸出減少

アルゼンチン経済が低迷している要因は、海外情勢の悪化と脆弱なアルゼンチンの対外収支構造に求められる。まず、海外情勢については、①名目実効ベースでの 2011 年終盤から 2012 年前半のペソ高による輸出競争力低下（為替相場推移は後掲グラフ参照）や②主要な輸出品である大豆やトウモロコシなど穀物の価格低下、③主要な輸出相手国であるブラジルの景気低迷が指摘できる。こうした要因が響き、GDP ベースの輸出は 1～3 月期前期比年率▲8.8%、4～6 月期▲26.8% と 2 四半期連続で急減した。貿易統計により内訳を見ると、穀物価格の低下を映じて全般に低調だが、仕向け地別には景気低迷が鮮明な EU 向け（シェア 17%）とブラジル向け（シェア 21%）が低調に推移しているのが特に目立つ。

輸入制約が内需を圧迫

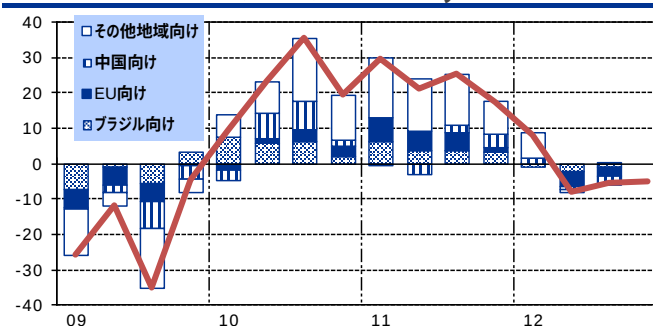
2002 年にデフォルトしたアルゼンチンは、G20 で唯一のパリクラブ債務国であり、国際金融市場からの資金調達に制約を有するため、輸出収入による外貨調達で、輸入を基本的にファイナンスする必要がある。従って、輸出減少に伴い輸入も抑制せざるを得ない。アルゼンチン政府が保護主義的な政策による輸入抑制²に努めたことから、輸入は輸出に先んじて 2011 年 10～12 月期前期比年率▲6.7%、2012 年 1～3 月期▲

実質GDP成長率の推移（前年比,%）



(出所)CEIC Data

輸出額の推移（前年比,%）



(出所)CEIC Data

¹ 経済構造については 2012 年 8 月 28 日付 Economic Monitor「農畜産物需要に左右されるアルゼンチン経済」を参照。

² 2013 年 1 月 22 日にも 100 品目の輸入関税引き上げを発表した。

19.3%、4～6 月期▲22.1%と 3 四半期連続で大きく落ち込んだ。

極端な輸入抑制策は、幅広い財の供給を輸入に依存するアルゼンチンにおいては、内需のボトルネックとなる。通常、輸出の減少は、生産低迷を通じて企業収益を押し下げ、また同時に雇用所得環境も圧迫する。こうした輸出減少の悪影響は、同じ最終需要である内需の拡大により、ある程度は緩和することができる。しかし、多くの財供給を輸入に依存し、かつ輸出収入に輸入ファイナンスが制限されるアルゼンチンにおいては、輸出の減少が供給制約を招き、たとえ内需が旺盛でも対応することができないのである。

固定資本形成が落ち込む

こうした悪影響が顕著に現れたのは、固定資本形成すなわち企業による設備投資である。固定資本形成は 2011 年 7～9 月期から 2012 年 4～6 月期まで前期比で 4 四半期連続の減少を余儀なくされ、1 年で 13% も縮小した。ペソ高による輸出減少と前述の輸入制約による生産財調達難が生産活動を停滞させ、投資縮小に繋がったほか、アルゼンチン政府による保護主義強化がビジネス環境に対する不安を内外企業や投資家に募らせ、設備投資実施の見送りに繋がったものと考えられる。また、資本財輸入が困難なために、設備投資を実施できないというかたちでの制約も生じたと考えられる。

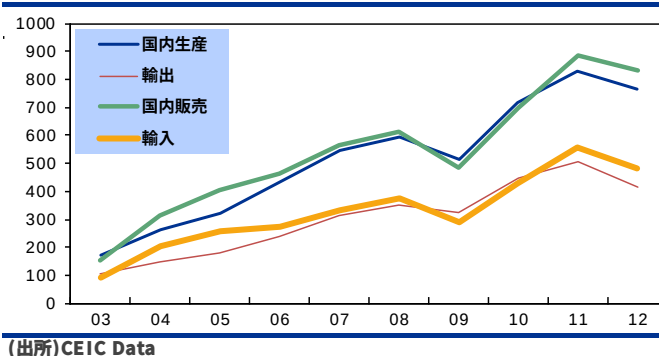
個人消費にも悪影響が及ぶ

輸入抑制は、固定資本形成ほどには、個人消費に大きな影響を及ぼさなかったと考えられる。消費支出の多くを占めるサービスは国内供給であり、また生活必需品も国内供給が多いためである。しかし、輸入品のシェアが高いと考えられる耐久財などでは悪影響が生じ、消費支出全体を押し下げた。

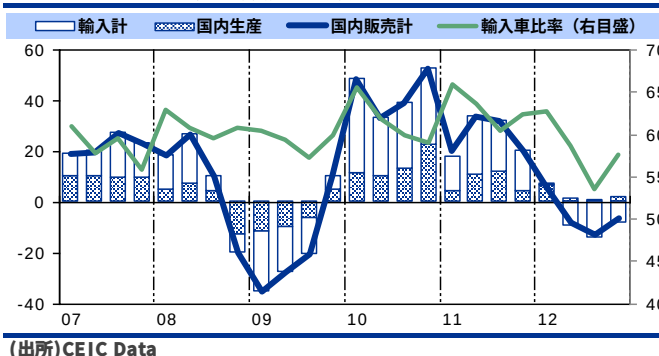
輸入抑制の影響が、特に分かりやすいのは自動車販売である。アルゼンチンの自動車セクターは、同国製造業の中では相対的に国際競争力が高く、国内生産台数のうち 4 割程度が国内市场へ供給され、残りはブラジルなどに輸出されている。しかし、自動車メーカーはブラジルやメキシコ、アルゼンチンの各拠点で少数の車種を生産し、各国に供給しているため、アルゼンチンは国内市场向けに相当量の自動車を輸入もしている。アルゼンチンの自動車市場では、販売台数の 6 割程度を輸入車が占める。

こうした自動車輸出と輸入の規模は 2010 年まで概ねバランスしていたが、産業集積などにより競争力を増したメキシコからの輸入が増えたことから、2011 年以降は輸入超に転じてしまった。輸入超を受けて、アルゼンチン政府がメキシコ等からの輸入を制限したため、輸入車販売は 2012 年 4～6 月期前年比▲14.9%、7～9 月期▲23.0%と急減した。車種が異なるため、国内生産車は輸入車を一部しか代替できず、国内販売台数全体も 4～6 月期▲7.9%、7～9 月期▲13.0%と落ち込んでいる。こうした自動車販売と同様の構図が、家電など他の耐久財でも生じたと推測される。

自動車セクターの動向（千台）



国内自動車販売台数（前年比%、%）



輸出減少の雇用所得環境を通じた悪影響に加え、こうした輸入制約も響き、**個人消費支出は2012年4～6月期前期比年率0.4%、7～9月期0.1%とほぼ横ばいまで減速**した。

海外情勢悪化を構造問題が増幅

以上を総合すれば、**アルゼンチン経済低迷の発端は海外情勢や商品価格の下落に求められるものの、その悪影響が脆弱な対外収支構造や貿易制約によって、内需へ強く伝播してしまった点こそが重要**である。無論、他の国々でも輸出低迷は収益減少や雇用所得情勢の悪化を通じて内需にも影響を及ぼすが、アルゼンチンでは対外収支構造という別経路によって、その悪影響の度合いがより大きなものになったと言える。そのため個人消費や設備投資といった**内需が経済成長を下支えする役割を果たすことができず、2011年までの高成長から一転して、2012年半ばにゼロ成長まで急減速**する事態に至ったのだと言える。

穀物価格上昇・通貨安・ブラジル底打ちを受けて、2012年下期から持ち直しの動き

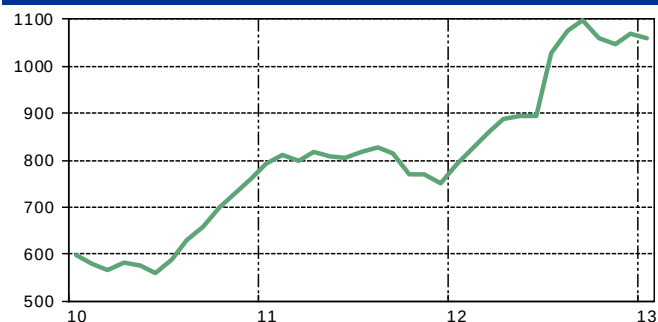
2012年下期からアルゼンチン経済に持ち直しの動きが見られる。原動力は、やはり海外情勢の変化である。北米の干ばつを受けた穀物価格の上昇と対レアルでのペソ高の反転、ブラジル経済が引き続き低空飛行とは言え、ボトムアウトしたことが背景である。

まず、穀物価格は北米の干ばつに伴う需給逼迫見通しを受けて南米産に対する需要が高まり、2012年半ば以降に大きく上昇した。アルゼンチンでも天候不順から収穫量に対する懸念はあるものの、価格上昇が輸出額を押し上げ、貿易収支を改善させる。また**通貨ペソは主要な貿易相手であるブラジルの通貨レアルに対して2012年前半まで増価（ペソ高）していたが、後半に反転し、足元では通貨安となっている**。最後に、2011年後半から低空飛行が続くブラジル経済であるが、鈍いながらも底打ちの動きが生じており、成長率が徐々に高まりつつある。

穀物輸出下げ止まり、自動車輸出回復

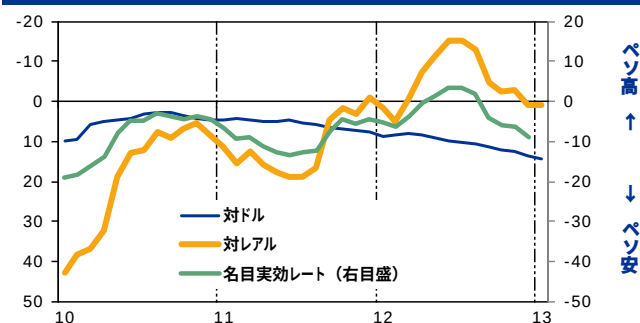
こうした海外情勢の変化を受けて、アルゼンチンの輸出額は減少幅が縮小しつつある。産出量減少から輸出に振り向ける余裕がないエネルギー関連や競争力に乏しい工業製品は低調なままだが、農産物を主体とし

中央銀行試算の商品指数（ペソ建、1995/12=100）



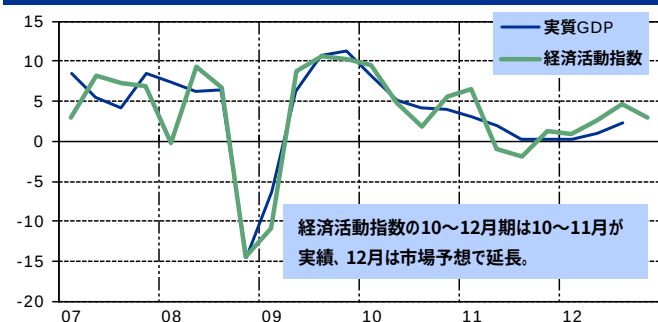
(出所)CEIC Data

ペソ相場の短期推移（前年比、%）



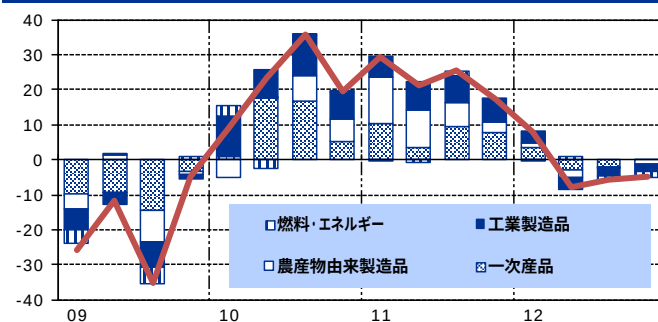
(出所)CEIC Data

ブラジルの実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



(出所)CEIC, Bloomberg

輸出額の推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

た一次産品や農産物加工品の輸出は 2012 年 10～12 月期に概ね下げ止まった。なお、工業製品でも、自動車輸出台数は 10～12 月期に前年比 14.1%（7～9 月期▲28.3%）と 4 四半期ぶりの増加へ転じている。自動車生産の回復を受けて、鉱工業生産全体も 10～12 月期には減少ペースが緩和された。

内需にもポジティブな動き

輸出の回復は同時に、輸入余力の拡大に繋がり、輸入製品の国内市場への流入回復を通じて、個人消費にもポジティブに働く。2012 年 10～12 月期に輸入車販売が回復したほか、消費者マインドにも持ち直しの兆しが見られる（消費者マインド指数：2012 年 7～9 月期 42.9→10～12 月期 44.2→2013 年 1 月 46.9）。また経常収支も 2012 年には黒字を確保できる見通しであり、投資余力も 2011 年対比で回復する。

10～12 月期は高めの成長も、2012 通年では低成長に

こうした各分野での底入れの動きを反映し、アルゼンチン経済全体の成長ペースも回復しつつある。月次 GDP に相当する経済活動指数を見ると、2012 年 7～9 月期前期比年率 2.7%、10～12 月期 6.3%と成長ペースが高まってきている。3 月半ばに公表される 10～12 月期の GDP 成長率も高い伸びとなる可能性が高い。但し、10～12 月期の成長率が経済活動指数通りの前期比年率 6.3%となった場合でも、2012 年の成長率は 2%程度（2011 年 8.9%）と、IMF などが潜在成長率と考える 4%の半分程度にとどまる。

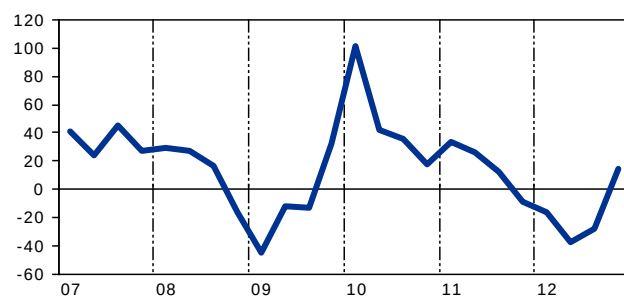
2012 年後半に続き 2013 年も外部環境は、アルゼンチン経済にとって好ましい方向で推移する可能性が高い。輸出回復の恩恵が、雇用情勢の改善や輸入制約の緩和などを通じて内需へフィードバックされる点も踏まえれば、2013 年の成長率は 3%台半ばまで高まる見込みである。

但し、アルゼンチン経済は、様々な構造問題を抱えており、とても先行きを楽観視することはできない。

高インフレ問題

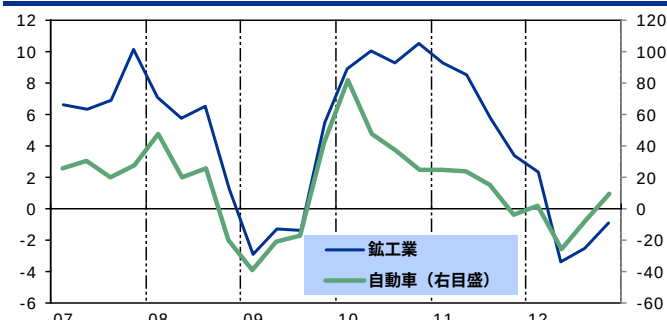
構造問題の第一は、常態化している高インフレである。2012 年平均の公式な消費者物価（CPI）上昇率は 10.0%（2011 年 9.8%）と 2011 年からほぼ横ばいだ

自動車輸出台数（前年比%）



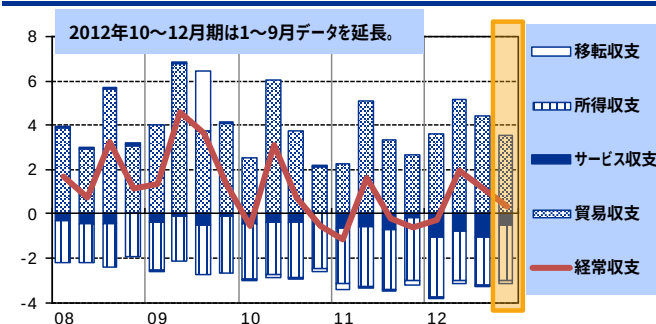
(出所)CEIC Data

鉱工業生産の推移（前年比、%）



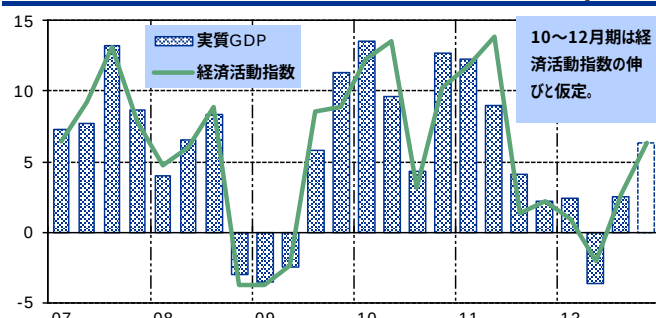
(出所)CEIC Data

経常収支の推移（10億ドル）



(出所)CEIC Data

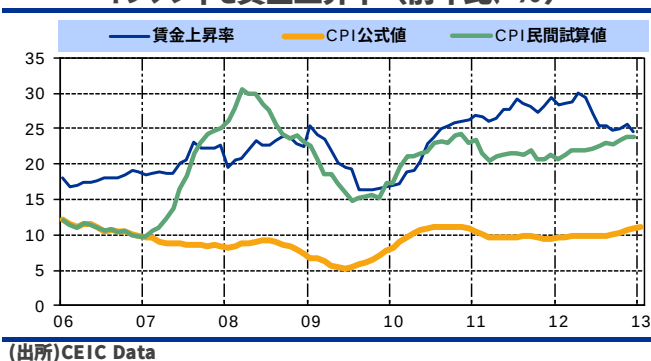
経済活動指数と実質GDPの推移（前期比年率、%）



(出所)CEIC Data

ったが、昨年後半からの通貨安を受けて 2012 年 11 月 10.6%、12 月 10.8%、2013 年 1 月 11.1%と切り上がりつつある。更に、CPI 公式値は過少との認識が、民間機関と国際機関から示されている。民間機関が試算した CPI 上昇率は 2012 年平均 22.5%、2013 年 1 月は 23.9%まで高まり、公式値の倍以上に達する。組合などの賃金交渉は、民間試算値を元に行われるため、高いインフレ率が高い賃金上昇率を招き、インフレを再生産するという悪循環に陥っている。

インフレ率と賃金上昇率（前年比、%）



通貨の減価率を上回る高い賃金上昇率はアルゼンチン経済の競争力を削いでいる。もちろん、賃金上昇率に見合う高い生産性向上があれば問題はないが、一次産品やその加工品に依存する貿易構造を見る限り、アルゼンチンには当てはまらない可能性が高い。なお、高インフレは、既にキルチネル大統領の政治基盤をも脅かしており、再選時に 5 割を超えていた支持率は、現在 3 割を下回り、昨年は大規模な抗議行動も発生した。キルチネル大統領は、大手小売店と 2013 年 4 月 1 日迄の価格統計協定を締結するなど方策を講じているが、小手先の動きにとどまり、寧ろ歪みが広がる可能性が高い。高インフレからの脱却に向けた抜本的な対策が求められる。

IMF からの異例の警告

高インフレを隠ぺいする CPI 公式値の問題に対し、IMF はこれまで繰り返し改善を求めてきたが、一向に改善が見られない状態に業を煮やし、ついに 2 月 1 日に CPI と GDP 統計について「信頼性と正確性が疑問視される」との異例の警告 (Declaration of Censure) を発した。この警告自体に法的強制力はないが、ラガルド IMF 専務理事が「レッドカード」との強い表現も用いたことを踏まえれば、IMF の厳しい意志を含むものと解釈でき、将来的に IMF 追放などを含めた厳しい制裁を科す可能性がある。IMF は 2013 年 9 月 29 日を統計の見直し期限とし、これに対しアルゼンチン政府は一旦反発したものの、結局は 2013 年 10 月に新 CPI を導入する方針を示した。政府方針通りに新 CPI が導入されれば、制裁は回避、少なくとも統計精査が終了するまでは延期されると考えられる。しかし、これまでもアルゼンチン政府が再三再四、新統計導入の方針を反故にしてきたことを踏まえれば、問題の先行きは不透明である。

債務問題の行方

構造問題の第二は、2002 年のデフォルトから続く債務問題である。債務問題は、公的債務と民間債務に分かれる。アルゼンチンは 2002 年にデフォルトし³、自国に有利なかたちで民間債務を 2005 年と 2010 年に再編したが、その一方で公的債務の返済問題については先送りされた。アルゼンチンは公的債務に関するパリクラブ⁴（主要債権国会議）との返済交渉を 2010 年から開始したが、未だ進展はみられず、アルゼンチンの国際金融市場からの資金調達に制約を課す要因となっている。

また、上述の民間債務の再編には約 92%の債権者が応じたが、残り 8%は応じず、これが昨年から大きな問題を引き起こしている。アルゼンチンは 1 ドル当たり 0.3 ドルで債務再編に応じた債権者に対し、GDP

³ デフォルトについては、前掲の 2012 年 8 月 28 日付 Economic Monitor を参照。

⁴ 恒久メンバーは、日本、米国、カナダ、フランス、ドイツ、オーストリー、ベルギー、デンマーク、スペイン、フィンランド、アイルランド、イタリア、スイス、ノルウェー、オランダ、英国、スウェーデン、オーストラリア、ロシア。

連動国債を発行、成長率に応じた支払いを実施中である。しかし、債務再編に応じていない米国の債権者を原告とする訴訟において、こうした支払いが全ての債権者を平等に扱うパリパス条項に違反するとの見解が米連邦地裁から示され、アルゼンチン政府が控訴した巡回連邦控訴裁でも、同見解が概ね支持された。地裁が、同見解に基づき、アルゼンチンが債務再編に応じた債権者への支払いを行う際には、再編に応じなかった債権者を含め、全債権者に支払いを行うよう命じたため（具体的には債務再編拒否者向け支払資金の預託）、2012年のアルゼンチン政府による債務再編者への支払いに暗雲が立ち込めた。アルゼンチン政府が命令に従わない場合には、テクニカル・デフォルトとなる恐れが生じたことから、大手格付け機関はアルゼンチンの格下げに踏み切っている（2012年10月 S&P：B→B マイナス、11月 Fitch：B→CC）。その後、（米政府の介入を含む）すったもんだの末に、地裁による支払命令は中止され、2013年2月27日に改めて控訴裁で口頭弁論が行われる予定である。なお、債務再編受入者に対する、2012年のアルゼンチン政府による支払は無事行われた。

こうした民間債務再編に伴う問題が、直接にアルゼンチン経済の先行きを左右する訳ではないが、保護主義的な政策を含め、投資家や企業がアルゼンチン・ビジネスに対する警戒を強める要因となりうる。

構造問題の解決は見通せず

インフレ鎮静化に成功する新興国が増える下で、もともと所得水準の高いアルゼンチンにおける高インフレの継続が際立っている。高インフレに伴う国民不満を抑制するための高い賃金上昇率の容認が、貿易面での競争力低下を招き、通貨減価政策への依存に繋がっている。同時に、通貨減価が輸入インフレを招くと言う悪循環にも陥っている。民間債務の再編問題は米国での司法手続きに依存し、アルゼンチン政府の左右できる範囲は限られるが、アルゼンチン・ビジネスに対する警戒を高める事態を招く。またアルゼンチン政府が取り組むべき公的債務問題の解決は遅れ、国際金融市場での資金調達に制約が生じている。

こうした構造問題の解決に向け、アルゼンチン政府は従来の国際協調に背を向けた姿勢を改め、保護主義的政策の撤回や統計の信頼性向上に努めるべきである。公的債務問題が解決すれば、国際金融市場からの資金調達に道が拓け、対外収支問題が緩和される。しかし、現在のキルチネル政権は支持率低下の下で、ポピュリズム的政策を修正するどころか、強化する姿勢さえ示している。そのため、近い将来における構造問題の解決は期待できないと言わざるを得ない。アルゼンチン経済は2013年に循環的な回復へ向かうものの、先行きを楽観視はできないだろう。

アルゼンチン主要経済指標

		11/Q1	11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	12/Q2	12/Q3	12/Q4	直近8半期の推移
名目GDP	前年比 %	28.8	31.0	27.3	24.1	19.6	15.0	17.0		
実質GDP	前年比 %	9.9	9.1	9.3	7.3	5.2	0.0	0.7		
	前期比年 率%	12.3	9.0	4.1	2.2	2.5	▲3.7	2.5		
個人消費	前年比 %	11.3	11.5	11.1	8.8	7.0	4.2	2.1		
政府消費	前年比 %	9.9	11.9	10.3	11.3	9.0	6.8	5.6		
固定資本形成	前年比 %	19.5	23.8	16.5	8.0	2.8	▲15.0	▲3.5		
純輸出寄与度	前年比 %Pt	▲2.8	▲3.2	▲2.6	▲1.5	▲0.2	2.0	0.9		
輸出	前年比 %	7.1	0.5	3.4	7.1	4.2	▲9.5	▲7.1		
輸入	前年比 %	20.4	24.9	17.7	9.8	1.4	▲14.0	▲5.8		
経常収支	10億ドル	▲1.2	1.6	▲0.2	▲0.6	▲0.3	2.0	1.1		
貿易収支	10億ドル	2.2	5.0	3.3	2.7	3.6	5.1	4.4		
サービス収支	10億ドル	▲0.7	▲0.6	▲0.7	▲0.2	▲1.1	▲0.8	▲1.1		
所得収支	10億ドル	▲2.5	▲2.7	▲2.7	▲2.8	▲2.7	▲2.2	▲2.2		
失業率	%	7.4	7.3	7.2	6.7	7.1	7.2	7.6		
		12/Q1	12/Q2	12/Q3	12/Q4	12/10	12/11	12/12	13/01	直近12ヶ月の推移
経済活動指数 (月次GDP)	前月比 %	1.0	▲2.1	2.7	6.3	1.1	0.4	0.4		
	前年比 %	5.2	0.0	0.7	1.9	3.0	1.8	1.1		
輸出	前年比 %	8.2	▲7.8	▲5.5	▲5.0	▲7.6	▲2.0	▲5.1		
輸入	前年比 %	▲0.1	▲10.2	▲12.1	▲4.9	0.1	▲6.4	▲8.7		
鉱工業生産	前年比 %	2.4	▲3.3	▲2.5	▲0.9	2.1	▲1.5	▲3.3		
自動車生産	前年比 %	2.7	▲27.9	▲8.9	8.5	8.4	3.2	16.4	4.9	
自動車輸出	前年比 %	▲15.9	▲37.2	▲28.3	14.1	20.7	9.3	11.6	▲8.2	
自動車国内販売	前年比 %	5.3	▲7.9	▲13.0	▲6.2	▲17.9	▲7.5	6.6	▲7.7	
名目賃金上昇率	前年比 %	28.6	28.8	25.1	25.0	24.9	25.7	24.5		
CPI (公式値)	前年比 %	9.7	9.9	10.0	10.6	10.2	10.6	10.8	11.1	
CPI (民間試算値)	前年比 %	21.3	22.0	22.8	23.7	23.4	23.9	23.9		
スーパー売上高	前年比 %	29.4	25.8	25.8	24.8	22.3	25.4	26.4		
ショッピングセンター売上高	前年比 %	23.2	23.2	25.6	19.3	16.7	15.6	23.4		
消費者信頼感指数	ポイント	53.4	44.9	42.9	44.2	43.4	42.7	46.4	46.9	
外貨準備高	10億ドル	52.4	51.6	51.9	48.0	46.6	47.5	46.6	45.1	
政策金利	%	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	
ドルペソレート	ペソ /ドル	4.4	4.5	4.7	4.9	4.7	4.8	4.9	5.0	
リアルペソレート	ペソ /リアル 2010 =100	2.4	2.2	2.3	2.4	2.3	2.3	2.4	2.4	
名目実効為替レート	1995/12 =100	89.1	91.9	87.1	83.6	85.7	85.3	83.6		
商品価格(中銀、ペソ建)	86/6/30 =100	791	889	1027	1059	1059	1048	1070	1059	
株価 (IGPA)	=0.01	2787	2272	2400	2323	2323	2419	2854	3462	

(出所) CEIC Data

(注1)金融指標は未値、経済活動指数の四半期は前期比年率。

(注2)CPIの民間試算値はLatin America Economic Research Foundation算出値。