

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

アルゼンチンは再び試練の時を迎える

アルゼンチン経済は、外部環境の好転により、2013 年前半に回復。穀物輸出やブラジル向け輸出の拡大が成長率を押し上げ。しかし、足元で再び成長減速の兆し。また、高インフレや債務問題などの構造問題には解決の動きが見られず、引き続き成長を制約。大胆な政策転換が必要。

2012 年低迷の後、2013 年に入りアルゼンチン経済は高成長

アルゼンチン経済は公式統計ベースで 2011 年に 8.9%の高成長を記録した後、2012 年に 1.9%成長まで急減速した。2012 年 4～6 月期には瞬間風速を示す前期比年率で▲2.7%とマイナス成長、前年比でもゼロ成長までの落ち込みを余儀なくされている。しかし、2013 年入り後は急回復へ転じ、2013 年 1～3 月期が前期比年率 9.0%、4～6 月期は 10.6%と 2 四半期連続の高成長を記録した。2013 年 4～6 月期の成長率は前年比で見ても 8.3%と 2011 年以来の高い伸びである。

こうした 2013 年前半の高成長に貢献したのは、

①穀物生産及び輸出の増加、②主要な輸出先であるブラジル経済の回復である。

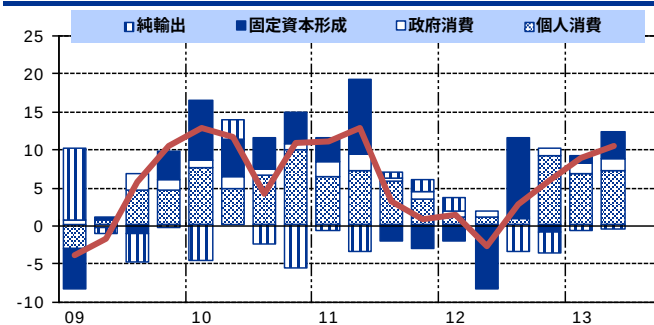
穀物生産及び輸出の増加

穀物生産について、産業別 GDP を見ると農林畜産業は 2011 年 4～6 月期から 2012 年 10～12 月期まで 7 四半期連続の減少を余儀なくされたが、2013 年 1～3 月期に前年比横ばいまで持ち直し、4～6 月期には 26.8%と急増している。また、貿易統計により、一次産品の輸出動向を見ると、2012 年 4～6 月期から 3 四半期連続で前年割れとなっていたが、2013 年に入り増加に転じ、2013 年 1～9 月期の一次産品輸出額は前年同期を 8.2%上回った。こうした穀物輸出の増加の背景には、2012/2013 年度の穀物の総収穫量が大豆やトウモロコシを中心に大幅に増加し、過去最高を記録したことがある。但し、2013 年 7～9 月期の一次産品輸出額は、穀物価格の低下もあり、再び前年水準を割り込んでおり、成長への貢献が一巡しつつある。

ブラジル向け輸出の回復

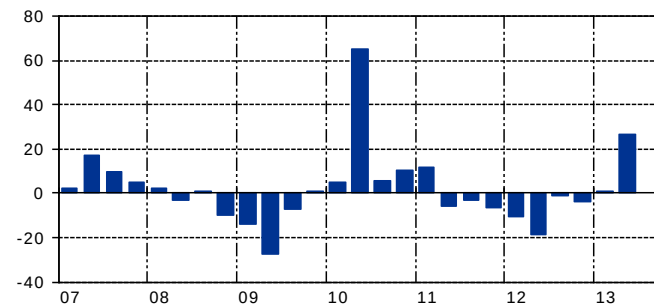
アルゼンチンの輸出全体の 2 割を占めるブラジル向け輸出は 2012 年 1～3 月期から 3 四半期連続で前年割れに陥ったが、ブラジル経済が緩やかながらも回復しつつあることに加え、かつ大幅な自国通貨の減価に拠る競争力回復も寄与し、2012 年 10～12 月期から増

実質GDP成長率の推移（前期比年率，%）



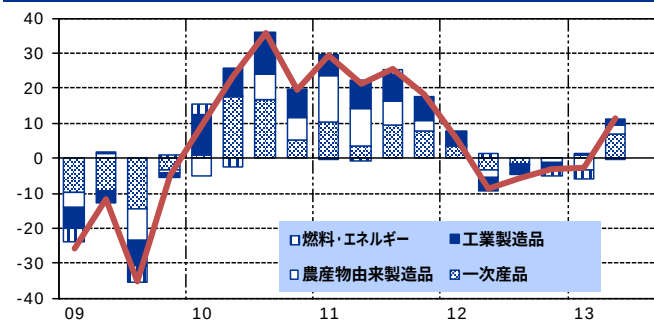
(出所)CEIC Data

農林畜産業GDPの推移（前年比，%）



(出所)CEIC Data

財別輸出額の推移（前年比，%）



(出所)CEIC Data

加へ転じた。2013 年 1～3 月期が前年比 19.7%、4～6 月期は 25.5%と 2 四半期連続の二桁増加を記録している。

輸入制約の緩和が内需を喚起

G20 唯一のパリクラブ債務国¹であり国際金融市場からの資金調達に制約を有するアルゼンチンは、**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**。輸出収入によるファイナンスを徹底するため、アルゼンチン政府は輸入業者に対して輸入と同額の輸出を求めるなどの厳しい規制を課している。

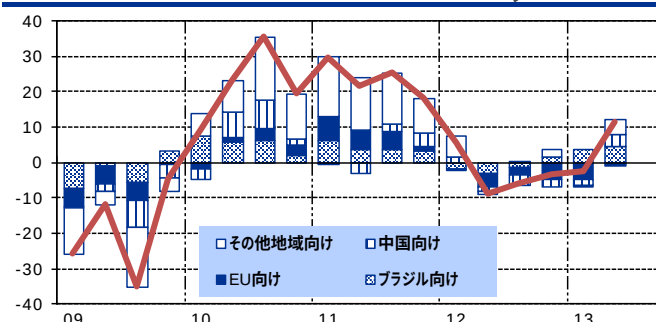
つまり、アルゼンチン経済にとって、**輸出の回復は、輸入制約を緩和することで、直接に国内需要を喚起し、個人消費や設備投資の拡大に繋がる**。実際、輸出拡大とタイミングを同じくして、消費者マインドが持ち直し、小売販売などの指標も回復へ向かった。なお、10 月の議会選挙を控えたバラマキ的な政策も政府消費や個人消費を押し上げ、2013 年前半の成長加速に寄与した可能性がある。

再び試練の時期に

このままアルゼンチン経済は回復を続けるのか。残念ながら、既に景気回復には綻びが見え始めている。

既に述べたように、2013 年 7～9 月期は一次産品輸出が再び前年割れへ転じ、輸出額全体も前期比年率▲2.6%(4～6 月期 7.3%)と前期水準を下回った。また、鉱工業生産も 7～9 月期は前期比年率▲5.0%(4～6 月期 4.0%)と減少している。**世界的な豊作により穀物価格が下落する下で、アルゼンチン経済に再び逆風が吹き始めている**と考えられる。月次 GDP に相当する

仕向け地別輸出額の推移 (前年比, %)



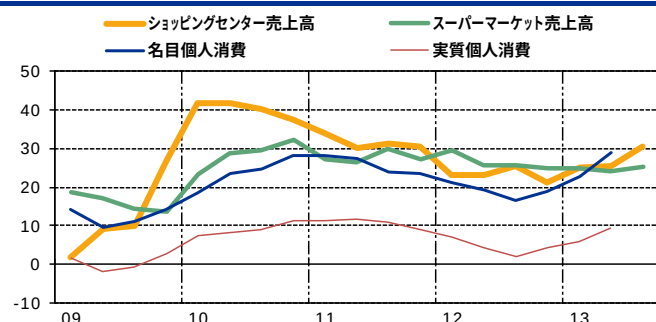
(出所)CEIC Data

消費者信頼感指数



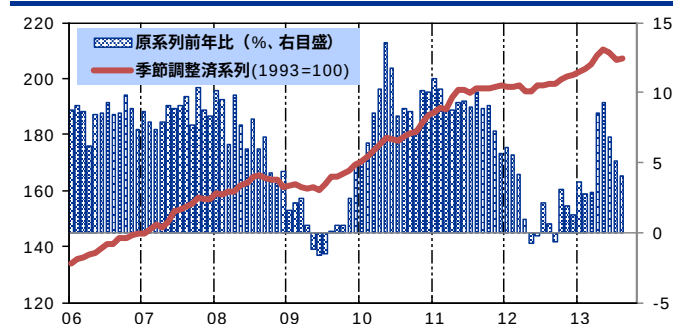
(出所)CEIC Data

個人消費の推移 (前年比, %)



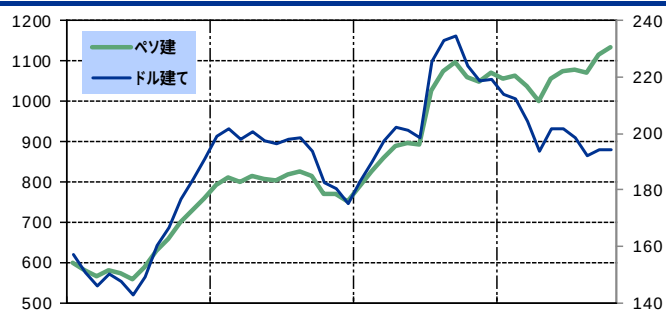
(出所)CEIC Data

経済活動指数の推移



(出所)CEIC Data

中央銀行試算の商品指数 (1995/12=100)



(出所)CEIC Data

¹ この点の詳細は 2012 年 9 月 14 日付 Economic Monitor の「農畜産物需要に左右されるアルゼンチン経済」を参照。

経済活動指数は6月前月比▲0.6%、7月▲1.2%と2ヶ月連続で低下した後、8月こそ0.4%と持ち直したが、7～8月平均の4～6月期対比は前期比年率換算で▲4.1%と明確なマイナスである。9月に多少持ち直したとしても、7～9月期は2012年4～6月期以来のマイナス成長に陥る可能性を否定できない。

高インフレが続く

輸出環境の多少の悪化が、容易に経済全体の失速に結びつくのは、アルゼンチン経済が抱える構造問題が解決へ向かっていないためである。

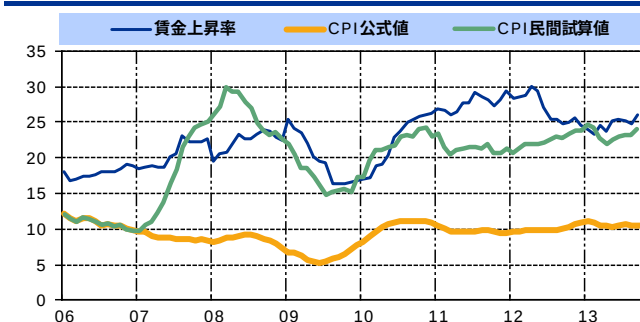
構造問題の第一は、常態化している高インフレである。公式な消費者物価指数（CPI）で見ても、インフレ率は2012年が前年比10.0%、2013年7～9月期は10.5%と極めて高いが、公式統計は過少との認識が民間及び国際機関から示されている。**民間機関が試算したCPI上昇率は2012年22.5%、2013年7～9月期23.5%であり、公式統計の倍以上に達し、更に足元で上昇ペースが加速**している。10月に国会議員選挙を控え、アルゼンチン政府はエネルギーや大型小売店販売価格の凍結など強硬措置を講じたが効果は見られない。

労働組合による賃上げ交渉は、生活防衛のために、当然ながら、実勢に近い民間のCPI試算値を元に行われるため、高インフレが高い賃金上昇率を再生産するという悪循環を招いている。国民からの不満を和らげるため、ポピュリズム的発想から、**政府も、拡張的な金融財政政策や公務員給与の引き上げにより、民間試算のCPI上昇率さえ上回る高い賃金上昇率を容認**している。もちろん、高い賃金上昇率に見合うだけの労働生産性上昇があれば問題はないが、実際には**賃金上昇による競争力低下が通貨減価による調整を招く**構造にある。10月の対ドル公式為替レートは前年対比で19%減価したが、実勢を示すとされる非公式為替レート（Bluechipレート²）では減価ペースが31%まで加速しており、通貨下落圧力の強さを物語る。

IMFの圧力による統計見直し

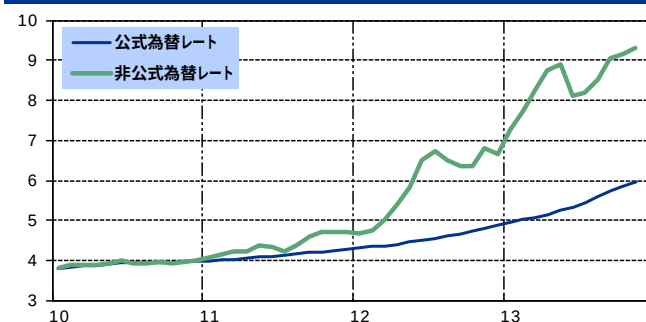
公式CPI統計による高インフレの隠蔽は、インフレ連動債の利払い費圧縮が目的の一つとされ、極めて悪質としてIMFが繰り返し改善を求めてきた。しかし、一向に改善が見られないため、CPI統計と（CPIがデフレーター算出の基礎統計となる）GDP統計について、**2月にIMFが「信頼性と正確性が疑問視される」と異例の警告（Declaration of Censure）を発した**。IMFは、2013年9月を見直し期限とし、厳しい制裁を科す可能性を通告、こうしたIMFの強い姿勢に対しアルゼンチンは一旦反発したものの、その後妥協し新統計導入の方針を示した。**11月時点で統計見直しは未だ実施されていないが、アルゼンチンの見直し作業は進捗し、IMFのラガルド専務理事も現状に理解を示している模様である**。そのため、**IMFによる制裁実施は当面の間、回避**される見込みである。CPI統計の見直しにより、公式のインフレ率が上昇し、デフレーターの上昇により実質GDP成長率は逆に低下する可能性がある。

インフレ率と賃金上昇率（前年比、%）



(出所)CEIC Data

対ドル為替相場の推移



(出所)Bloomberg

² 国内市場でペソによりドル建てのアルゼンチン国債などを購入し、米国において売却しドルを入手する取引による為替レート。

外貨準備減少により脆弱さが増す

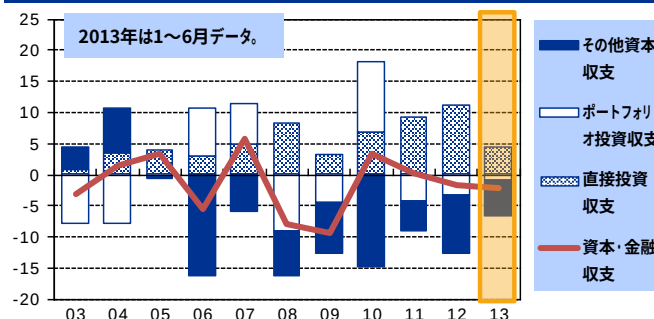
通貨減価が継続するとの見通しは、当該国からの資本流出に繋がる。アルゼンチンは厳しい外貨購入規制や既に述べた輸入抑制策により貿易黒字を維持、経常収支の赤字拡大を防ぎ、ファイナンス問題を回避している。一方、資本の動きを見ると、資源セクター向け投資などに支えられ対内直接投資が高水準にあり、直接投資収支は黒字（アルゼンチンへの資金流入）だが、他のポートフォリオ投資などでは資金流出が続いており、資本・金融収支全体は赤字（アルゼンチンからの資本流出）である。こうした資本・金融収支の動きを反映し、外貨準備は減少傾向にあり、2012 年末の 44 億ドルが、2013 年 10 月末には 34 億ドルへ 2 割超も減少した。アルゼンチンの外貨準備保有高（6 月末時点）は、短期債務の 1.0 年分、輸入額（財・サービス計、過去 1 年平均）の 4.7 ヶ月分しか満たさず、これは他の新興国と比較しても低水準にとどまる。

債務問題が燃える

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、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³（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。

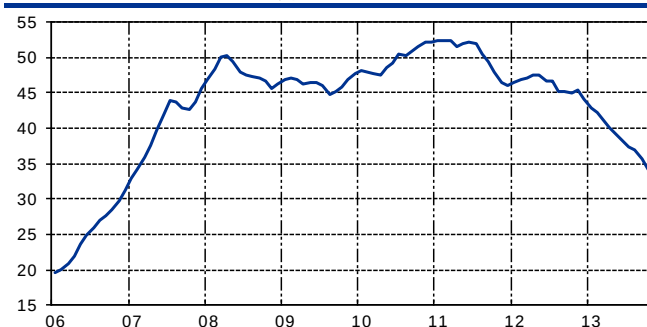
また、上述の民間債務の再編には約 92%の債権者が応じたが、残り 8%は応じず、これが昨年から米国での司法問題を引き起こしている。アルゼンチンは 1 ドル当たり 0.3 ドルで債務再編に応じた債権者に対し、GDP 連動国債を発行、成長率に応じた支払いを実施中である。しかし、債務再編に応じていない米国の債権者を原告とする訴訟において、こうした支払いが全ての債権者を平等に扱うパリパス条項に違反するとの見解が米連邦地裁から示され、アルゼンチン政府が控訴した巡回連邦控訴裁でも、同見解が概ね支持され

資本・金融収支の推移（10億ドル）



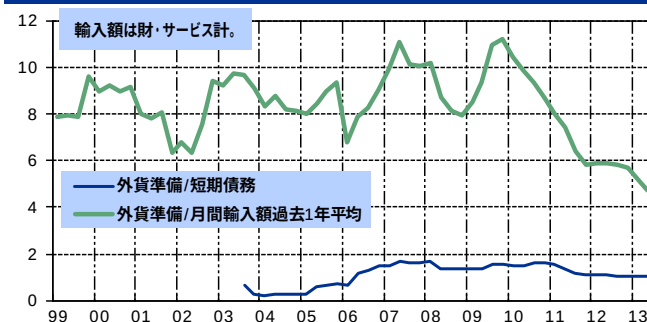
(出所)CEIC Data

外貨準備高（10億ドル）



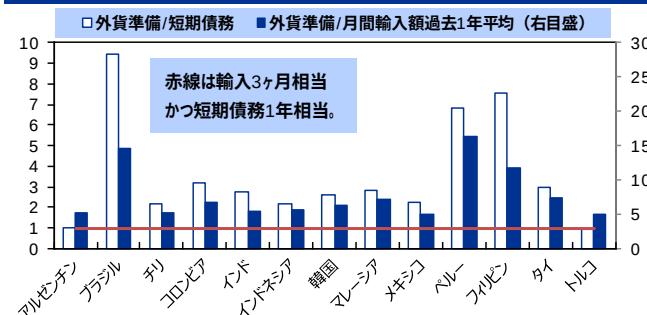
(出所)CEIC Data

アルゼンチンの外貨準備保有度合い（倍）



(出所)IMF, Worldbank

新興国の外貨準備保有度合い(倍)



(出所)IMF, Worldbankより伊藤忠経済研究所作成。

³ 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。

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、地裁による支払命令は中止されたが、裁判は継続中であり、未だ結論は出ていない。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。しかし、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。

アルゼンチン経済の復活には大胆な政策転換が必要

海外要因の改善により、アルゼンチンは2013年前半に一息ついた。しかし、新興国の中でも突出した高インフレという構造問題が解消へ向かう動きは見られない。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、通貨減価政策への過度の依存を招いている。同時に、通貨減価が輸入インフレを招き、高インフレを再生産している。通貨減価と高インフレによる投資採算の悪化は、海外からの直接投資に逆風となりかねず、民間債務の再編問題や保護主義政策などもアルゼンチン向け投資にとって悪材料である。

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、保護主義政策の撤回や統計の信頼性向上に努める必要がある。政策修正を求める声は、海外からのみならず、アルゼンチン国内からも強まりつつある。現在のキルチネル政権は、高インフレなどの構造問題を放置する一方で、ポピュリズム的政策の強化により、国民の不満を封じ込めてきた。しかし、そうした封じ込め政策は限界に達しつつある模様である。10月27日に投票が行われた国会議員選挙では、キルチネル大統領率いる与党が全国ベースでは過半数を引き続き確保したものの、ブエノスアイレス市など主要選挙区で敗北するなど苦戦を強いられた。

選挙結果を受けて、次回2015年の大統領選挙では政権交代に至るとの見方が強まっている。国会議員選挙では、現政権の支持率低下を踏まえ、野党トップから国際社会や産業界との関係改善を意識し、また高インフレを懸念する声が多く聞かれた。（2015年に誕生する）新政権が保護主義政策や反国際協調を改め、自由貿易や国際社会との協調、新ビジネス的な方針へ転換し、アルゼンチンに変化が訪れる可能性は高まりつつある。米EIAによると、アルゼンチンはシェールガス埋蔵量で世界第2位、シェールオイルで第4位など非在来型エネルギーに恵まれている。また、在来型エネルギーなどでの開発実績や輸送インフラも既に存在する。開発環境さえ整えば、エネルギー産業のみならず、化学工業など素材産業についても飛躍的な拡大が期待できる。大胆な政策転換により、アルゼンチン経済が復活へ向かう可能性はある。