

## 景気後退局面にあるアルゼンチン

アルゼンチンは経済全体が沈降。2014年1～3月期に2四半期連続のマイナス成長を記録し、景気後退局面入り。また高インフレも継続しており、スタグフレーションの状況。そうした経済面での苦境に加え、2002年から続く民間債務問題がこじれており、7月30日に再デフォルトに陥る恐れも。

ブラジルで開催されたサッカー・ワールドカップにおいて、アルゼンチンは決勝でドイツに惜敗した。しかし、1990年以來24年ぶりの決勝進出を果たし、またリオネル・メッシが大会最優秀選手に選ばれるなど、アルゼンチン・ナショナルチームの活躍は、国民を鼓舞したと言える。しかし、ナショナルチームの活躍では解決できない様々な問題をアルゼンチンは抱えている。

### 1. 経済動向

#### 2 四半期連続のマイナス成長によりリセッション入り

経済動向から確認する。まず、アルゼンチンのGDP統計は新基準へ移行した(1993年基準 2004年基準)。旧基準での実質GDP成長率は2011年前年比8.9%、2012年1.9%、2013年1～9月期5.7%だったが、新基準では2011年8.6%、2012年0.9%、2013年2.9%<sup>1</sup>へ総じて下方修正された。更に直近の四半期は、2013年10～12月期前期比年率1.8%、2014年1～3月期3.2%と2四半期連続でマイナス成長を記録し、金融市場の定義に基づくリセッションにまで陥っている。月次GDPに相当する経済活動指数を見ると、4月は前月比0.6%と上昇に転じた。しかし、2月前月比0.2%、3月0.7%と2ヶ月連続で低下した後のため、4月の水準は1～3月期平均対比でほぼ横ばいとどまり、3四半期連続のマイナス成長も否定できない状況にある。

#### 個人消費が失速

需要項目別の動向を見ても、総じて低調である。まず、GDPの約3分の2を占める個人消費は2013年こそ前年比4.3%(2012年4.2%)と安定的な拡大を示したが、2014年1～3月期には1.2%と水面下に沈んでしまった。季節調整値では10～12月期に前期比年率6.2%と急減、1～3月期も0.2%と横ばいとどまる。

個別データによれば、新車販売台数が1～3月期前年比25.4%、4～6月期40.3%と落ち込みが広がるなど低迷が続いており、浮揚の兆しはない。なお、スーパー売上高が4月に前年比43.4%と急増しているが、後述する大幅なインフレによる押し上げが大きく、実質ベースではほとんど増加していないと考えられる。

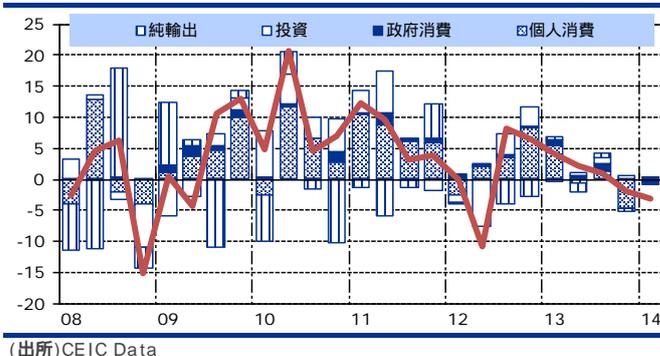
<sup>1</sup> 新基準の2013年1～9月期は前年比3.5%。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

実質GDP成長率の推移(%)



実質GDP成長率の要因分解(前期比年率、%)



失業率は10~12月期6.4%が1~3月期に7.1%へ上昇したものの、歴史的に見ると最低水準で推移しており、雇用情勢の悪化を明確には確認できない。しかし、上述したGDPの低迷や鉱工業生産の大幅な減少（1~3月期前年比3.0%、4月4.0%、5月4.9%）を踏まえれば、実勢としての雇用・所得環境は悪化方向にあると推測できる。雇用所得環境の悪化と高インフレが家計を圧迫していると判断できる。なお、消費者マインドは1~3月期に急低下した後、4~6月期もほぼ横ばいで推移し、改善していない。

## 固定資本形成も落ち込む

固定資本形成は2011年に前年比21.1%と急増した後、2012年0.6%、2013年4.0%と低迷していたが、2014年1~3月期は1.8%と、ついにマイナス圏へ転じた。分野別に見ると、建設投資の落ち込みが目立つ。

## 輸出には様々な逆風

### ブラジル経済の低迷

輸出はGDP統計ベースで2012年前年比5.9%、2013年3.8%と2年連続で減少、2014年1~3月期も6.4%と減少が続いた。こうした輸出の減少には、循環的な要因と構造的な要因が影響していると考えられる。循環的な要因としては、主たる輸出相手であるブラジルなど中南米経済の減速と農業生産の減少が挙げられる。アルゼンチンの輸出はブラジル向けが3割程度を占めており、ブラジル経済の低迷は大きな影響を及ぼしている。

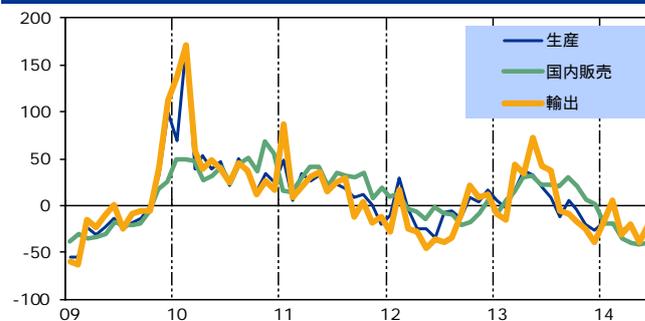
### 農業生産の落ち込み

アルゼンチンでは1~6月がトウモロコシや大豆の収穫期に当たる。豊作により前年比10.7%も増加した2013年前半とは対照的に、2014年1~3月期の農林業生産は7.3%と大きく落ち込んだ。こうした生産の減少が、とりも直さず、輸出を押し下げており、貿易統計ベース（ドル建て）によると1~3月期にトウモロコシや大豆が主力の一次産品輸出が前年比9.9%と大幅に減少した。4~6月期も農業生産は回復しておらず、一次産品輸出は4月9.1%、5月8.2%と減少傾向にある。

### 貿易収支などからの制約

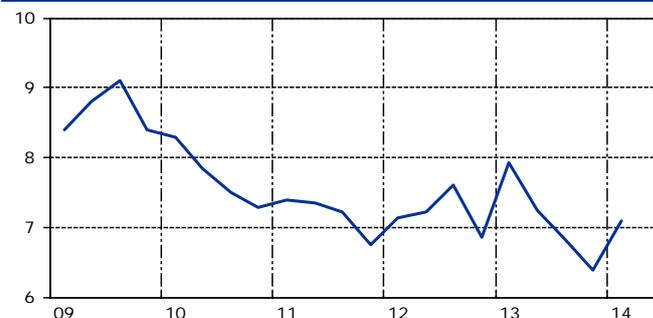
次に構造的な要因として、貿易収支における制約がある。G20唯一のパリクラブ債務国<sup>2</sup>であり国際金融市

自動車セクターの推移（台数、前年比、%）



(出所)CEIC Data

都市部失業率（%）



(出所)CEIC Data

仕向け別輸出額の推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

財別輸出額の推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

<sup>2</sup> 公的債務の返済に向けて、交渉が前進した点は後述する。

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。そうした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。通常の場合、こうした輸入制約は輸入抑制に伴う国内最終需要の圧迫要因になるが、同時に製造業生産に必要な部品輸入の滞りを通じて、工業品の輸出に悪影響を及ぼしている可能性を指摘できる。また、ブラジルとアルゼンチンが相互に保護貿易的な措置を講じている点も輸出の構造的な制約になっている。

上述の貿易収支における制約を映じて、輸出減少に沿うかたちで、輸入も低調である。GDPベースの輸入は2012年に4.7%と減少、豊作による農産物輸出の増加もあって、2013年は1.9%と小幅増加したものの、2014年1~3月期には3.8%と再び減少した。輸入規制により貿易収支は黒字を維持しているが、サービス収支の赤字拡大もあって、経常収支は2013年に大幅な赤字を余儀なくされ<sup>3</sup>、2014年1~3月期も赤字から脱していない。

## 2. インフレ動向

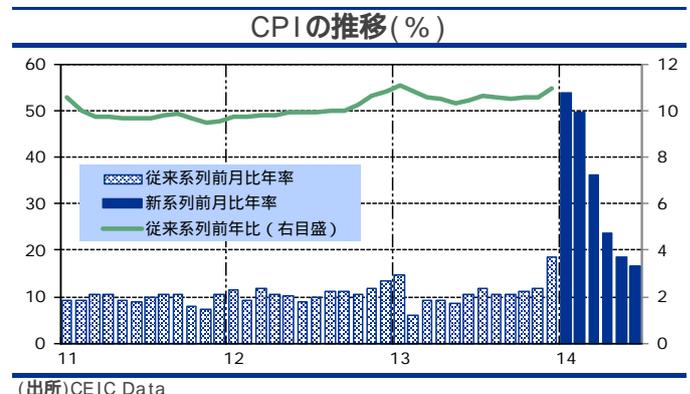
### 統計改訂により見極めにくい、高インフレは変わらず

次にインフレ動向だが、2014年に入ってからアルゼンチンのインフレ動向は見極めにくい情勢にある。統計不備に関するIMFの指摘を受けて、2014年1月から（指数の時系列は2013年12月から）新たな統計へ移行した。しかし、突貫工事で作業したためか（もしくは公表したくないのか）、遡及データが存在せず、現時点で把握できるのは2014年1~6月の前月比で限られる。

その前月比は、1月に前月比年率53.7%と極めて高い伸びを示した後、2月49.7%、3月36.0%、4月23.7%、5月18.6%、6月16.7%と速いペースで低下してきた。既に述べた景気低迷を反映してのインフレ鎮静化の動きとの解釈はもちろん可能である。しかし、あまりに低下ペースが急過ぎるため、新統計の妥当性にも既に疑問が呈されており、現地のコンサルティング会社が実勢としてのインフレ率は公式データを上回る旨を指摘している。なお、公表値における6月迄の累積の伸びを年率に換算すると32.3%となる。これは旧統計の2013年12月の前年比である10.9%を大きく上回るが、コンサルティング会社では6月の前年比を更に高い40.4%と試算している。

## 3. 債務問題など国際金融との関係

これまで見てきた経済、インフレ動向が明らかとするように、アルゼンチン経済は経済活動の停滞と物価の持続的な上昇が併存するスタグフレーションの状況に陥っており、世界各国の中でも特に厳しい経済情勢



<sup>3</sup> アルゼンチンの経常赤字の規模は為替レートを如何に考えるかで大きく異なる。公式為替レート（2013年平均：1ドル=5.5ペソ）を用いた換算では、2013年の赤字は名目GDP比4.5%程度。なお、アルゼンチンは農産物輸出により4~6月期に貿易黒字が大きく膨らむ季節性がある。

にあると言える。そうした経済情勢に加えて、アルゼンチンを悩ませているのが債務問題に代表される国際金融市場との関係である。

## 外貨準備高の減少

高インフレに伴う通貨減価圧力は、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し、経常収支の赤字拡大に歯止めをかけようとしているが、完全には成功していない。また、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）である。しかし、その他の部分（ポートフォリオ投資やその他資本収支）で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）となっている。

こうした経常収支の赤字と資本・金融収支の赤字（資本流出）を反映し、外貨準備は減少傾向にあり、2012年末の441億ドルが、2013年末には306億ドルへと大幅に縮小した。2014年に入ってからは減少ペースが鈍化し、2014年6月末は289億ドルと2013年末対比で小幅の減少にとどまるが、減少基調を脱した訳ではない。

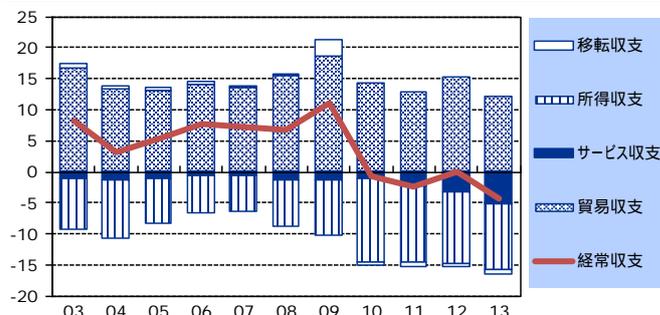
アルゼンチンの外貨準備保有高（2014年3月末時点）は、短期債務の0.7年分、輸入額（財・サービス計、過去1年平均）の3.1ヶ月分しか満たさず、これは他の新興国と比較しても極めて低水準である。

## 債務問題

### a) 公的債務問題

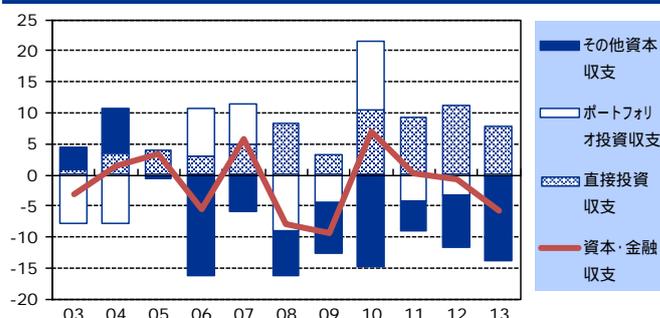
2002年のデフォルトから続く債務問題は未だ解決していない。アルゼンチンの債務問題は、公的債務と民間債務に分かれる。そのうち、公的債務問題は、長きに渡り進展が見られなかったが、2014年1月に至り、アルゼンチン政府がパリクラブ<sup>4</sup>（主要債権国会議）に対し、公的延滞債務の全額返済を公式に提案した。同提案を受け5月に交渉が行われ、97億ドルの延滞債務全てを5年間で返済することで合意に達してい

経常収支の推移（10億ドル）



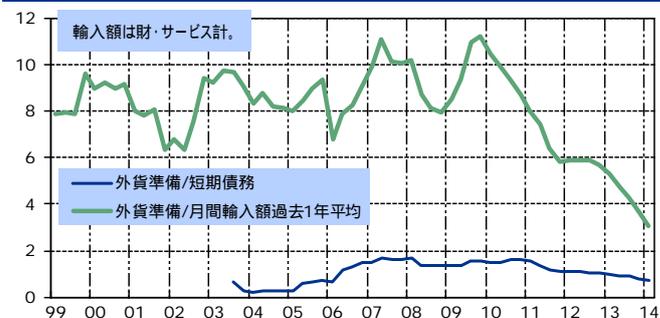
(出所)CEIC Data

資本・金融収支の推移（10億ドル）



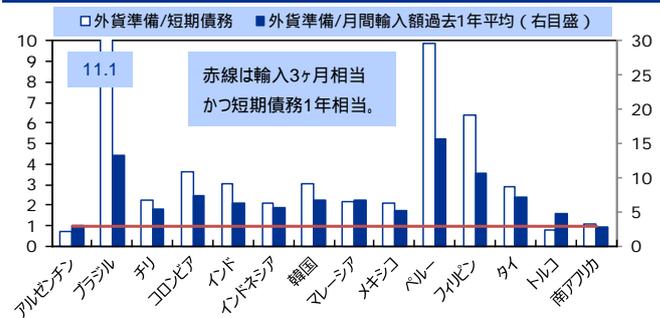
(出所)CEIC Data

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。

<sup>4</sup> 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。

る。初回は2015年5月に11.5億ドルが支払われる予定である。

二回目以降の返済には（政権が交代しても継続されるかなどの）不安が残り、またアルゼンチン向け投資が低迷した場合に返済期間を2年間延長するオプションもあるなど、全額返済が完全に担保された訳ではない。ただ、それでも国際金融市場への復帰に向け、アルゼンチンが公的債務問題において前進したことは確かであり、国際金融市場は基本的に歓迎の姿勢で迎えた。

## b) 民間債務問題

しかし、民間債務問題が、ここに来て大きくこじれている。アルゼンチンは2002年のデフォルト後、自国に有利なかたちで民間債務を2005年と2010年に再編し、約92%の債権者が再編による債権カットに応じた。しかし、残り8%の債権者は再編を受け入れず（ホールドアウト債権者）更にそのホールドアウト債権者が保有していた債権を米国のファンドが買取って、訴訟へ発展している。そのアルゼンチンと米ファンドの訴訟において、管轄権を有する米連邦地裁と控訴裁が、債務再編に応じた債権者のみへの元利支払いは債権者平等を定めたパリバス条項に反するとして、米ファンド側（債権者側）の訴えを認めた。債務者であるアルゼンチン政府は、最高裁へ再審理を請求したが、6月16日に請求は棄却され、アルゼンチンの敗訴が確定している。敗訴により、ホールドアウト債権者へも支払いを行わなければ、アルゼンチンは再編に応じた債権者への支払いを、米国の司法により差し止められてしまう。訴訟の相手方である米ファンドとの交渉がまとまらないままに迎えた6月30日の利払い日には、当然ながら支払いは実施されず、30日間の猶予期間に突入している。30日間の猶予期間が切れる7月30日迄に支払いが行われなければ、アルゼンチンはテクニカル・デフォルトに陥ってしまう。アルゼンチン政府と米ファンドは、調停者を交えて、断続的に交渉を行っているが、執筆時点で未だ解決に至っていない。

米ファンドが有する債権は13億ドル程度に過ぎず、アルゼンチンの外貨準備289億ドルに照らし、支払いができない金額ではない。しかし、米ファンドへの支払いは他のホールドアウト債権者への支払いに繋がる可能性が高い。ホールドアウト債権者に対する債務の総額は150億ドルに達し、アルゼンチンの外貨準備の半分を上回る。もちろん、アルゼンチン政府が一度に支払いを行う可能性は低いものの、貿易面での制約が強い下で資金繰りが厳しくなることは間違いないだろう。また、ホールドアウト債権者への支払いが、債務再編に応じた債権者からの新たな訴訟を喚起する可能性も否定できない。

公的債務問題の前進により、国際金融市場への復帰に近づいたかに見えたアルゼンチン政府だが、民間債務問題の再燃により、極めて厳しい状況に陥っている。経済がスタグフレーション状態にある点も勘案すれば、アルゼンチン経済の先行きを楽観視はし難い。