

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

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

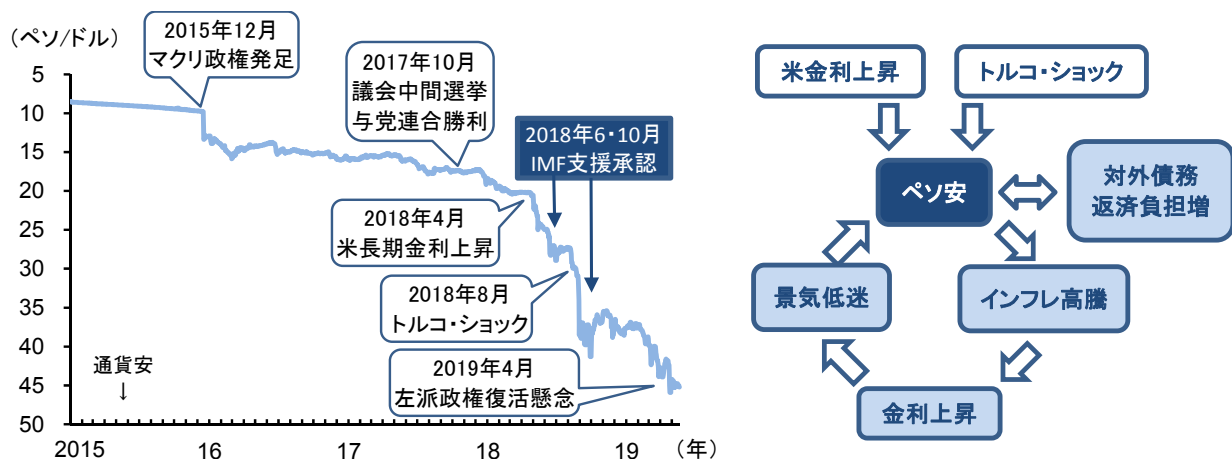
- アルゼンチンがIMF金融支援を要請して1年が経過した。今回の支援は大規模・迅速・柔軟な内容となっているが、ペソ相場は不安定な推移が続き、通貨安の負の連鎖を断ち切れていない。
- 財政・経常赤字は改善傾向にあるが、金融・為替政策は試行錯誤を繰り返し、政策不信を払しょくできていない。新興国間での通貨安の連鎖、特にトルコ・リスクには引き続き警戒が必要だ。
- マクリ大統領の支持率は急落しており、10月大統領選挙で急進的な左派政権が復活する懸念がある。構造改革路線が軌道修正されれば、IMF支援の継続性にも影響することになる。

1. IMF支援から1年、不安定な推移が続くペソ相場

2018年5月、アルゼンチン政府が通貨急落を受けて国際通貨基金（IMF）に金融支援を要請してから1年が経過¹したが、ペソ相場は依然として不安定な推移が続いている。2018年は、米国の財政拡張による金利上昇や米中貿易摩擦への懸念（4月）、トルコ・リラ急落（8月）等を材料に新興国からの資金流出圧力が高まる中で、高水準の経常赤字や外貨建て債務比率にみられる対外面の脆弱性等の弱みを抱えるアルゼンチンは売りの標的となった。ペソ/ドルレートは、年初来約5割下落した。

ペソ相場はIMF支援増額後（2018年10月）にいったん落ち着きを見せたが、2019年に入り再び下落基調にある。通貨安の負の連鎖（インフレ高騰→金利上昇→景気低迷、外貨建て債務返済負担の増大懸念）が断ち切れないうえ、大統領選挙（2019年10月）で左派政権が再び咲く可能性²がペソ安要因となり、ペソ相場は年初来約17%安（5月20日45.2ペソ/ドル）の水準で推移している（図表1）。

図表1 ペソ/ドルレートの推移と通貨安の負の連鎖



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

(資料) みずほ総合研究所作成

中道右派のマクリ政権は2015年12月の発足以降、為替・貿易・資本規制の撤廃・緩和、財政健全化、インフレ目標導入等の改革を推進し、国際金融市場への復帰を果たした。2017年の議会中間選挙では与党連合カンビエモスが勝利し、改革を加速させようとした矢先、ペソ急落によりIMF金融支援を余儀なくされる展開となった。マクリ政権は通貨安の負の連鎖を断ち切り、再選を果たすことができるのか。以下では、IMF支援とマクリ政権の政策対応を整理・評価し、今後を展望する。

2. IMF金融支援とマクリ政権の政策対応

(1) IMF金融支援の概要：大規模・迅速・柔軟な内容

IMFによる金融支援は「大規模・迅速・柔軟」な内容であり、マクリ政権の構造改革路線を後押しし、IMF関与に対する国民の反発に配慮するIMFの姿勢が反映されている。

2018年4月のペソ急落に対し、アルゼンチン当局は政策金利引き上げ（27.25%→40.0%）や財政緊縮（2018年基礎的財政収支目標GDP比▲3.2%→▲2.7%）、為替介入等の政策を総動員した。しかし、その効果は限定的で、5月8日にはIMFへの金融支援要請を余儀なくされた。アルゼンチン政府とIMFの協議は1カ月で基本合意に達し（6月7日）、IMF理事会で承認された（6月20日）。

規模については、アルゼンチン政府は当初300億ドル程度の支援を要請したとされているが、IMFは500億ドル規模のスタンバイ取極（SBA、新興国の国際収支危機対応として用いられる融資枠組み）を承認した。通常のSBAは各国クォータ（出資割当）の累計435%、期間は12～24カ月が一般的とされるが、アルゼンチン向けの500億ドルはクォータの1,110%に相当し、期間も36カ月（3年間）と長めに設定されている（図表2）。

融資承認・実行のスピードも速かった。過去の支援では、IMFと合意した定量的目標（コンディショナリティ）の達成状況に応じて融資が実行されてきたのに対し、今回はIMF理事会での承認後、直ちに150億ドル（クォータの333%相当）の融資が実行され、政府は75億ドルを財政赤字補てん、75億ドルを外貨準備積み増しに充当した。

図表2 スタンバイ取極（SBA）の概要と政策対応

IMF理事会承認日	主な内容
2018年6月20日	<ul style="list-style-type: none"> ● 総額 500 億ドル(3 年間、約 358.3 億 SDR、アルゼンチンのクォータの 1,110%) ● 承認後ただちに 150 億ドル(106.1 億 SDR)引出 ● 四半期ごとにレビューを実施、コンディショナリティ(定量的目標)の達成状況に応じてプログラムの継続を判断し、2021 年まで各回 20.6 億 SDR 引出 <p><コンディショナリティ達成のための政策対応></p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 基礎的財政収支:2020 年に均衡 ▶ エネルギー・交通関係の補助金削減、インフラプロジェクトの延期等の歳出削減 ▶ インフレ目標引き上げ、中銀独立性強化、直接・間接の財政赤字ファイナンスの即時中止等
2018年10月26日	<ul style="list-style-type: none"> ● 第1回レビューを終了、プログラムを 563 億ドル(約 407.1 億 SDR、クォータの 1,277%)に増額 <p><コンディショナリティ達成のための政策対応></p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 基礎的財政収支:2019 年に均衡化前倒し、2020 年に黒字化 ▶ 輸出税再導入、補助金等歳出削減、中央省庁再編による経費削減等 ▶ 金融政策枠組み変更(政策目標をインフレ率からマネタリーベース伸び率に変更)

(資料) IMF、各種報道等より、みずほ総合研究所作成

制度設計も柔軟になっており、IMFの厳しいコンディショナリティが経済危機の深刻化を招くとみる根強い国民感情に配慮している。2000年代初頭の通貨危機局面では、2001年12月にIMFがコンディショナリティ未達を理由に支援を停止し、政府はモラトリアム宣言（公的債務の返済停止）に陥った。今回は、歳出削減に際し社会的弱者保護のための支出を維持（下限を設定）するほか、収支目標の柔軟な見直しを許容しており、政府がコントロールできない外部環境等の要因により目標未達となった場合、プログラムレビューなどを通じて政策や目標の修正を検討する余地を与えている。

2018年8月のトルコ・ショックに伴いペソ安が再燃し、アルゼンチン政府はSBA承認後わずか2カ月余りで追加支援を要請(8月29日)せざるを得ない状況となった。インフレ率は当初目標の上限(32%)を超える等の目標未達があったが、SBAの柔軟な制度設計により、プログラムが中断されることはなかった。政府は目標未達に関してウェイバー（免除）を申請し、財政均衡化目標の前倒しや金融政策枠組み変更等の国内政策の軌道修正を行った。10月にIMF理事会は第1回レビューを終了し、支援額を563億ドル（約407.1億SDR、クォータの1,277%）に増額することや引出スケジュールの変更を承認した。2019年3月までに3回のレビューが行われ、累計引き出し額は約389億ドル（280億SDR）となっている。

（2）財政政策：漸進的財政調整主義を修正、健全化を前倒し

IMF支援の要請に際し、マクリ政権は財政健全化の前倒しを進めている。前左派政権の補助金等を中心とした拡張的な財政運営の修正はマクリ政権の最優先課題であったが、当初は「漸進的財政調整主義」を掲げ、2022年の基礎的財政収支（利払い費を除く財政収支、PB）の黒字化を目指していた。2018年6月、政府はエネルギー・交通関連の補助金削減等の歳出削減策によりPB均衡化目標を2020年に設定した。さらにSBA増額要請に際しては、PB均衡化目標を2019年に前倒しし、マクリ政権発足時に撤廃した主要農産品・工業製品に対する輸出税の再導入といった歳入増措置にも踏み込んでいる（図表2,3）。

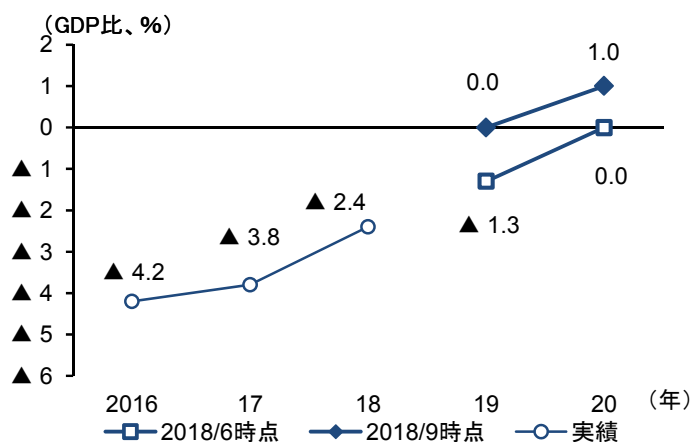
2018年のPBはGDP比▲2.4%と2017年の同▲3.8%から縮小し、政府目標（▲2.7%）を達成するなど改善傾向にある（図表3）。ただし、景気低迷による歳入減や、公共料金引き上げ凍結（後述）等により、2019年のPB均衡化目標の実現は予断を許さない状況にある。

（3）金融・為替政策：試行錯誤を繰り返すも、政策不信は払しょくされず

財政政策が一定の成果を上げつつある一方、金融・為替政策は試行錯誤を繰り返している。政策不信は払しょくされず、インフレ懸念やペソ安を生む悪循環に陥っている。

金融政策は、度重なる政策目標の変更や中銀総裁の辞任などにより、安定性を欠いている。2017年1月からインフレ・ターゲティングの運用が開始され、2019年（マクリ政権任期最終年）のインフレ目標は5%とされていた。しかし、

図表3 基礎的財政収支



(注) 2019・20年は政策目標。
(資料) アルゼンチン財務省より、みずほ総合研究所作成

補助金削減に伴う公共料金引き上げやペソ安による輸入インフレの影響でインフレ率は高止まりし、同年12月に5%目標の達成は2020年に先送りされた。インフレ目標の上方修正にもかかわらず、アルゼンチン中銀は2018年1月に政策金利を引き下げたことから、金融政策運営に対する不信が増幅され、6月にストゥルセネル中銀総裁は辞任した。SBA承認に際し、インフレ目標はさらに上方修正され、5%目標達成は22年まで先送りされた。8月のトルコ・ショックに伴うペソ安加速を受け、政府はインフレ目標を断念し、9月には政策目標をマネタリーベース（月平均前月比の伸び率ゼロ）に変更、政策金利も7日物流動債（LELIQ）オペレーションの平均金利に見直した。為替介入をめぐりIMFとの対立が報じられていたカプート中銀総裁は3カ月余りで辞任し、サンドレリス総裁が就任した。

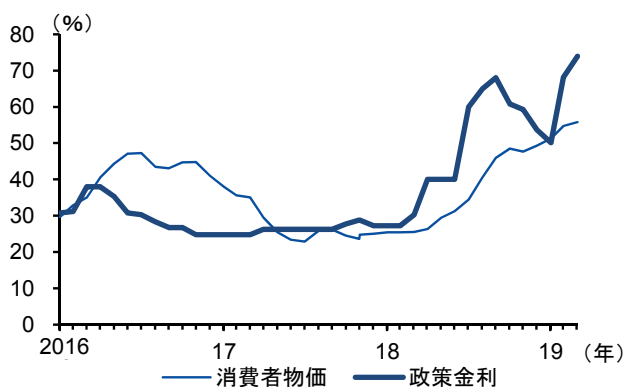
インフレ抑制のため、金融引き締めが継続し、低迷する景気をさらに下押しする要因となっている。政策金利は2018年10月に70%超まで引き上げられた後、一時は50%割れまで低下したが、インフレの再加速を受けて、引き締め強化を余儀なくされている。2019年4月の消費者物価上昇率は前年比55.8%と、マクリ政権下で最悪を更新しており、政策金利は再び70%超に達している（図表4）。

政府・中銀は、2019年後半にはインフレ率が低下に向かうとしているものの、ペソ安が進めば想定が狂いかねない。国民生活への影響に配慮し、政府は生活必需品（食料品60品目）の価格凍結や公共料金の一部引き上げ凍結等の措置を打ち出した（4月17日）。価格統制は前左派政権の常套手段であり、市場機能を重視する改革路線の後退と受け止める見方が多い。

為替政策も後手に回り、頻繁な枠組みの見直しを余儀なくされている。マクリ政権は発足早々、前政権が採用していた対ドルでの緩やかなペソ安を誘導する為替管理を見直し、変動相場制に移行した。為替介入の必要性が低下したことや、タックスアムネ스티³による資金還流、政府の外債発行の増加等を背景に、外貨準備は回復傾向（2015年末255億ドル→2017年末551億ドル）にあった（図表5）。

しかし、2018年以降はペソ防衛目的の為替介入が拡大し、外貨準備は500億ドル割れとなるなど急減した。6月のSBA融資実行により外貨準備は一時持ち直したが、8月のペソ安再燃で再度500億ドル割れとなった。中銀は9月、これまでの裁量的な為替介入を見直し、①不介入レンジを設定（当初34～44ドル/ペソ、日々調整し1カ月で3%切り下げ、2018年12月まで）、②レンジ上限よりペソ安となる場

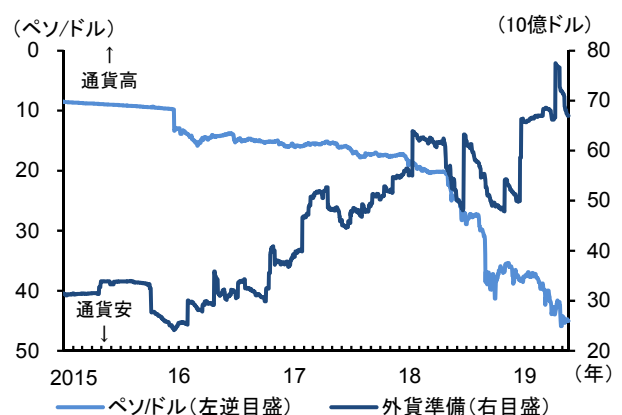
図表4 消費者物価・政策金利



(注) 1. 物価は、2017年12月以降は全国、それ以前はブエノスアイレス市。
2. 政策金利は月末値。2018年9月以降は7日物流動債（LELIQ）金利、それ以前は金利コリドー中央値。

(資料) アルゼンチン中央銀行、国家統計局より、みずほ総合研究所作成

図表5 外貨準備・ペソ相場



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

合に1日最大1.5億ドルのドル売り介入を実施する、等のルールを導入することを決定した。その後ペソ相場はいったん安定し、2019年1月には不介入レンジ下限よりペソ高となり、中銀がドル買い介入を実施する局面も見られた。しかし、4月に入りペソ安が再燃したことを受け、①不介入レンジ（4月16日の中銀金融政策会合で2019年末まで39.755～51.448ペソ/ドルに固定）よりペソ安でなくても、市場動向次第で介入を実施するほか、②不介入レンジよりペソ安となった場合のドル売り介入額を1日最大2.5億ドルに引き上げる（必要に応じ追加）等、により機動的に為替介入を行う形で軌道修正を行っている（4月29日）。

3. 根強い対外的な脆弱性への懸念

（1）経常赤字は縮小の方向も、ファイナンスは不安定

2018年以降、約6割に及ぶ急激なペソ安で為替の過大評価は修正されつつあるが、対外面での脆弱性に対する懸念は根強い。外貨建て債務比率の高さ、外貨準備不足など、アルゼンチンは新興国の中でも通貨安に対する耐性が弱く、対外債務不履行への懸念から、売りが売りを呼びやすい状況を生んできた。

経常収支は、2017・18年と2年連続で高水準に達したが、赤字縮小の方向にある。2017年は、貿易規制緩和等を受けた輸入急増等に伴い、貿易収支が赤字転落し、経常赤字対GDP比は▲4.9%と前年の▲2.7%から急激に拡大した。2018年の経常赤字は同▲5.4%とさらに拡大したが、貿易赤字は大幅に縮小した。景気低迷により輸入が年後半に2桁減少した一方、歴史的な干ばつによる穀物輸出の不振をペソ安効果が補う形で輸出の伸びが持ち直した。四半期ベースの貿易収支は、2018年10～12月期に黒字に転換し、2019年1～3月期も黒字基調は維持されており、経常赤字の縮小傾向は続くとみられる。

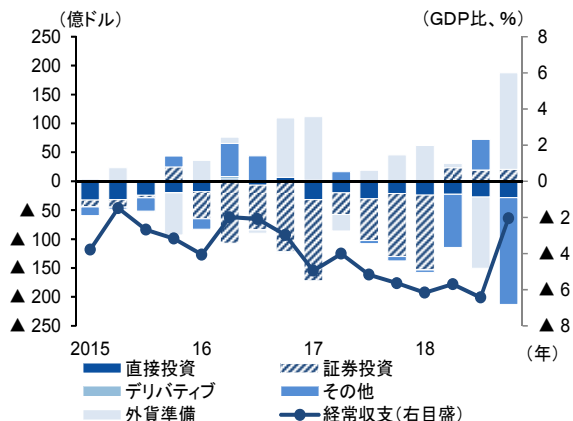
資金流入の面では、証券投資への過度の依存の反動がみられ、不安定な状況を脱していない。2016年の国際金融市場への復帰により急増した証券投資は、2018年4～6月以降は流出超過に転じている。直接投資の流入超幅は横ばいにとどまり、IMF支援や中国との通貨スワップ等（その他投資）が、証券投資にかわりファイナンスを支える構図となっている（図表6）。

（2）トルコ・リスクには引き続き警戒が必要

2018年8月のトルコ・ショックはアルゼンチン・ペソ急落の引き金となったが、新興国間での通貨安の連鎖、特にトルコ・リスクには引き続き警戒が必要である。アルゼンチンはトルコと共通する厳しい経済情勢にあるうえ、トルコ以上に外貨建て債務比率が高く、通貨安に対する耐性が弱い。

アルゼンチンとトルコの主要経済指標を比較すると、多くの共通点がある。景気低迷下でインフレ率は二桁に達し、経常・財政収支の双子の赤字を抱えるなど、総じて厳しい状

図表6 経常収支・金融収支（内訳）



（注）金融収支の内訳の各項目のマイナスは流入超を示す。外貨準備は、プラス表示が増加を示す。
（資料）国家統計局より、みずほ総合研究所作成

況にある。外貨準備の水準はアルゼンチンが658億ドル、トルコが729億ドル（2018年末時点）にとどまり、いずれも1年以内に返済期限を迎える短期対外債務をカバーできない状況にある。外貨建て長期債格付けは、トルコがアルゼンチンより高くなっている（図表7）。

両国の債務特性を比較すると、GDP対比での債務の規模はアルゼンチンがトルコを下回っており、経済主体別の内訳は大きく異なる。アルゼンチンは政府が最大の債務保有主体（全体の約6割）である一方、トルコは非金融企業が最大（同約5割）となっている。債務の外貨建て比率をみると、アルゼンチンは企業・政府共に外貨建て比率が高く約8割に達する一方、トルコは政府債務の外貨建て比率が45%程度と低いため、企業・政府全体でも66%程度とアルゼンチンより低くなっている（図表8）。

近年、新興国政府は通貨安による債務返済負担の増加を回避するために、自国通貨建て債務比率を高める国債管理を志向してきた。一方、アルゼンチンは過去の債務問題を解決して2016年4月に国際金融市場に復帰した後、外債の発行を拡大し、2017年6月には投資不適格級の発行体として初めて100年債発行を実現した。こうした活発な資金調達で、外貨建て債務の急増を招き、通貨安に脆弱な構造をもたらしている。

トルコでは、エルドアン政権の与党・公正発展党（AKP）がイスタンブール市長選での敗北を受け入れず、野党候補の当選を無効として再選挙実施が決定されるなど、ますます強権化している。トルコ政府は、外貨準備の減少に端を発したリラ安再燃に対して資本規制の強化を打ち出し、市場の信頼を失っている⁴。トルコ情勢の不安定化により、トルコと経済情勢が同等もしくは劣後するアルゼンチンに通貨危機が伝播するリスクは依然として大きい⁵。アルゼンチン現政権は米国・IMFとの関係が良好で、迷走気味ながら規律に基づく経済政策を志向していることから国際的支援を取り付けやすい点がトルコに比較して強みといえるが、大統領選挙の結果、改革路線が軌道修正されれば状況は大きく変わりうる。

図表7 アルゼンチン・トルコの主要経済指標

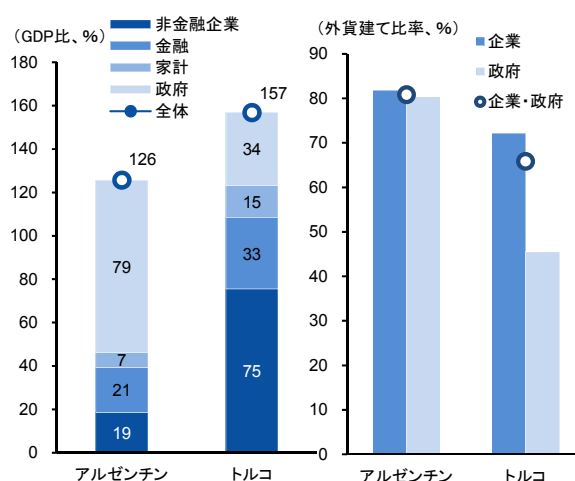
	アルゼンチン	トルコ
名目GDP(億ドル)	5,181	7,664
実質GDP		
2018年	▲ 2.5	2.6
(前年比%)		
2019年IMF予測	▲ 1.2	▲ 2.5
消費者物価(前年比、%)	47.6	20.3
経常収支(GDP比、%)	▲ 5.4	▲ 3.6
財政収支(GDP比、%)	▲ 5.2	▲ 3.6
対外債務残高(億ドル)	2,779	4,449
(短期債務比率、%)	32.2	26.1
外貨準備(億ドル)	658	729
(短期対外債務比、倍)	0.7	0.6
国債格付け	S&P	B【S】
	ムーディーズ	B2【S】
		B+【S】
		Ba3【N】

(注) 1. 2018年時点。対外債務、外貨準備は年末。消費者物価は12月前年比。

2. 格付けは、外貨建て長期債格付け。【】内は見通し(S:Stable, N:Negative)。2019年5月時点。

(出所) IMF、各国統計、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表8 アルゼンチン・トルコの債務構成



(注) 外貨建て比率は、債務に占める外貨（ドル・ユーロ・その他）債務の比率。企業は非金融・金融を含む。家計は両国共に太宗が自国通貨建て。2018年末時点。
(資料) 国際金融協会より、みずほ総合研究所作成

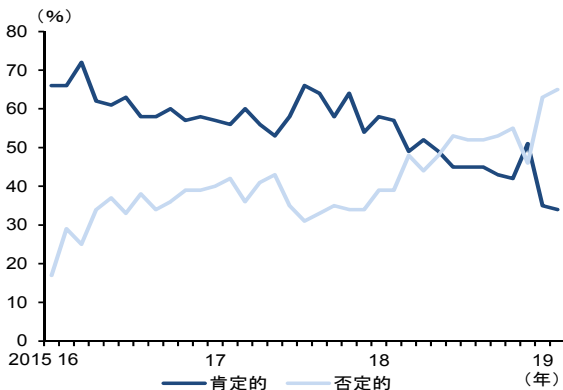
4. 大統領選挙に向けて綱渡りの政策運営が続く

IMF 支援から1年、財政収支・経常収支などの一部の経済指標には改善の兆しもみられるが、金融・為替政策に対する不信は払しょくされず、通貨危機からの脱却は道半ばである。今年に入ってから、大統領選挙でマクリ大統領が再選されず、急進的な左派政権が復活することへの懸念が、一段のペソ安要因となっている。IMF と良好な関係を構築してきたマクリ政権が交代することになれば、今後の支援のあり方にも疑念が生じかねない。

大統領選挙は、10月27日に初回投票が実施され、①得票率45%以上、または②40%以上で2位との差が10%ポイント超の候補がない場合、決選投票（11月24日）が行われる（12月10日就任、任期4年）。予備選挙（8月11日）の候補登録の期限は6月22日までとなっており、中道右派の与党連合カンビエモスからはマクリ大統領が出馬表明している。野党ペロン党で急進的な政策を掲げるキルチネル派では、クリスティナ・フェルナンデス前大統領（2007～15年、現上院議員）が自叙伝を発行するなどして出馬準備を進めているとみられていたが、前大統領の夫・キルチネル政権下で首相を務めたアルベルト・フェルナンデス氏を大統領候補とし、自身は副大統領候補として出馬する方針を表明した（5月18日）。急進派の政策とは距離を置き、現政権に対しても部分的に協力姿勢を示してきたペロン党穏健派からは、ラバーニャ元経済相等が有力視されている。

マクリ政権の経済政策は、産業界からは一定の評価を得ているが、国民が体感する景気・インフレが就任時より著しく悪化しているため、大統領支持率は急落している（図表9）。今回同様、IMF 支援要請を余儀なくされた2000年代初頭の通貨危機時は、実質GDP成長率が2002年に▲10.9%もの落ち込みを見せ、ドルベースの名目GDPは6割超減少し、インフレ率も40%を超えた。今回の通貨危機では、成長率の落ち込みは相対的に軽微だが、2019年の名目GDPはマクリ政権発足時（2015年）に比べ25%超減少する見込みだ。インフレ率は、前回危機を上回る上昇となって国民生活を圧迫しており、マクリ政権は左派政権の常套手段だった生活必需品の価格統制など市場介入的な措置を余儀なくされている（図表10）。カンビエモス内では、国民に人気の高いビダル・ブエノスアイレス州知事を擁立すべきとの声も高まっている。

図表9 マクリ大統領支持率



（資料）Isonomía より、みずほ総合研究所作成

図表10 2000年代初頭危機と今回の比較

年		GDP		消費者物価	
		実質成長率 前年比%	名目実額 10億ドル	%	前年比%
2001	通貨危機	▲ 4.4	292	-	▲ 1.5
2002		▲ 10.9	109	▲ 63	41.0
2015	政権発足	2.7	642	-	26.9
2018	実績	▲ 2.5	518	▲ 19	47.6
2019	IMF予想	▲ 1.2	478	▲ 26	30.5

（注）1. 消費者物価は、各年12月前年比。2015年はブエノスアイレス市、その他は全国。

2. GDP名目実額の%欄は、2002年は2001年比、2018・19年は2015年比。

（資料）IMFより、みずほ総合研究所作成

野党ペロン党のフェルナンデス前大統領は、ばらまき政策に期待する貧困層など岩盤支持層（支持率30%前後）を持つが、贈収賄やマネーロンダリングなど汚職疑惑が絶えず、放漫財政・規制強化・保護主義で現在の苦境を招いたことへの反発も根強い。このため自身は大統領候補としての出馬は見送り、かつて前大統領の急進的な政策を批判し、2015年の前回大統領選挙で穏健派陣営に参加したフェルナンデス元首相をあえて大統領候補に立て、現政権を批判する浮動票の取り込みを狙っているとみられる。

フェルナンデス陣営が大統領選挙に勝利した場合には、フェルナンデス前大統領が、政策形成にどの程度影響力を及ぼしていくのかが注目される。フェルナンデス前政権では、IMFの国別審査を受け入れず関係が悪化していた。今回のSBAプログラムは2021年までを対象とし、柔軟な制度設計になっているとはいえ、新政権の方針転換により財政健全化等のコンディショナリティが反故にされるようなことになれば、プログラムの継続性に影響を及ぼし、2020年以降の債務返済に懐疑的な見方を増幅することになりかねない。

急進的な左派政権の復活が回避されることで、通貨安に歯止めがかかれば、インフレ圧力が後退し、金利引き下げ余地が生まれて景気が回復軌道に乗るシナリオは絶たれたわけではない。10月の大統領選挙に向け、トルコ情勢や米中貿易摩擦の激化といった外部環境の悪化を乗り切ることができるか、アルゼンチンは綱渡りの政策運営が続く。

¹ IMF 金融支援要請の経緯については、西川珠子「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」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2018年5月17日）を参照されたい。

² 世論調査会社 Isonomia が、決選投票となった場合、左派ペロン党のクリスティナ・フェルナンデス前大統領が、中道右派マクリ大統領に勝利との調査結果を公表（4月24日）。

³ 国内外の未申告資産を自発的に申告した場合、納税額・課徴金等が免除される制度。

⁴ トルコ情勢については、山本康雄「深まるトルコの苦境～政策が手詰まりになる中、トルコリラはじり安～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2019年5月9日)を参照されたい。

⁵ 国際金融協会は、実質実効レートベースで大幅な過大評価だったアルゼンチン・ペソ、トルコ・リラは、2018年の通貨安と経常赤字縮小によって、経常収支の不均衡等から想定される適正水準近いレベルまで調整が進んでいると分析している。The Institute of International Finance (IIF), “Global Macro Views - Currency Fair Value for Argentina and Turkey,” February 14, 2019