

アルゼンチン： 今度こそ、経済再建なるか

— 逆風に切り込む新大統領の
マクロ経済安定化政策 —

高原 一慶

国際協力銀行 外国審査部第2ユニット



南米の大国・アルゼンチンといえば、サッカーやタンゴなどから連想される、華やかで情熱的なイメージをもたれる方が多いかもしれない。「南米のパリ」とも称される首都ブエノスアイレスの美しい街並みや、南部パタゴニアの大自然をはじめとする観光名所にも事欠かず、牛肉やワインなどの食文化と合わせ、数多くの観光客を引き寄せてきた。一方、同国は度々陥る経済危機でも知られ、インフレやデフォルトと聞けばアルゼンチンを連想される方もまた多いのではないか。直近では、演説中にチェーンソーを振り回す過激なスタイルで選挙戦を制した、ハビエル・ミレイ新大統領による経済運営に注目が集まっている。

本稿では、同国の足元の経済危機や、ミレイ政権によるマクロ経済安定化政策の進展状況および今後の見

通し、中長期的な経済成長に向けたポテンシャルなどに関し、筆者が東京で同国担当者として分析し、その後現地に滞在するなかで見聞きした経験も踏まえて述べてみたい。

長らく続いたポピュリズム政権

アルゼンチンは、広大かつ肥沃な国土を活かした農産物輸出により、1900年代初頭には世界で最も裕福な国のひとつであった。翻って第二次世界大戦後は、左派ペロン党によるポピュリスティックな経済政策と、軍市政権による強権政治が交互に展開され、慢性的な財政赤字などを背景とする高インフレが継続。ハイパーインフレにも度々陥ったほか、2000年代初頭には通貨危機に見舞われ、固定相場制の放棄を余儀なくされた。

2003年5月発足のキルチネル政権以降、20年間のうち16年間は左派ペロン党政権だったが、引き続き拡張的な財政政策と極端な国内産業保護のもと、高インフレと通貨安は継続。唯一の中道右派、マクリ政権期（2015年12月～2019年12月）も、当初は市場重視の経済政策への期待を集めたものの、米国の利上げや、トルコショックなどの外的要因もあり、任期後半には通貨安と外貨準備高の減少が進行。2018年6月には

写真1 フロリダ通り（筆者撮影（以下同）。ブエノスアイレス有数の繁華街で、両替商も多い）

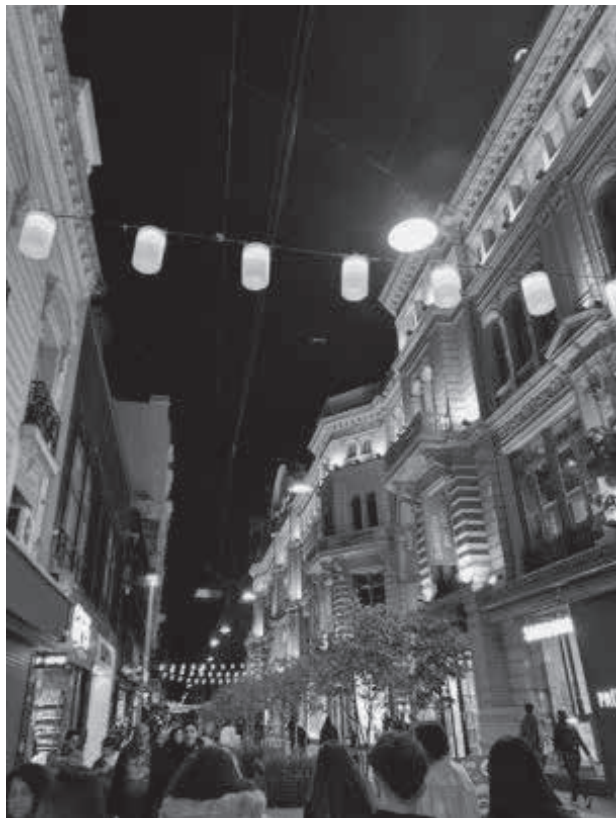


写真2 ベリト・モレノ氷河（南米大陸南端部に位置する巨大な氷河で、パタゴニア地方の主要観光スポット）



IMFプログラム（総額570億米ドル相当）による支援が承認されたが、翌年にはペロン党への政権交代が確実となり、経済改革は頓挫するとともに、同プログラムも事実上棚上げとなった。

2019年12月発足のアルベルト・フェルナンデス前政権下でも、財政赤字や高インフレ、コロナ禍による实体经济の低迷、干ばつによる大豆輸出激減を受けた外貨不足の深刻化に苦しんだ。2020年には9回目のデフォルトを起こし、2021年にはパリクラブ向けの返済も滞る事態となった（なお2022年3月に新規のIMFプログラム（総額440億ドル相当の拡大信用供与措置（EFF））に合意し、パリクラブへのデフォルトは回避。パリクラブとは2022年10月に債務リスクに合意）。

危機的な経済状況を引き継いだミレイ大統領

2023年の経済状況も引き続き厳しく、実質GDP成長率は▲1.6%（IMF,2024[2]）とマイナス成長に陥り、年末のインフレ率は前年同期比211.4%（IMF,2024[2]）まで上昇、ネット外貨準備高（グロス外貨準備高から、中国人民銀行とのスワップラインや民間銀行の中銀への外貨預金などを除いた額）はマイナス圏に転落、加えて選挙対策の歳出増加を受けて財政赤字も拡大した（IMF,2024[1]）。

かかる危機的な経済状況下、同年後半に行われた大統領選挙では、新自由主義的な政策（中銀廃止やドル化、急速な財政緊縮、公的機関の民営化、資本取引規制などの撤廃）を公約に掲げた右派LLA党のミレイ候補が、当初は泡沫候補と見做されながらも既存の政治権力への反感を背景に支持率を伸ばし、11月の決選投票に予想以上の大差（得票率：約56%）で勝利、12月に大統領に就任した。

過激な言動も踏まえ、当初は新政権を不安視する向きも強かったが、ミレイ新大統領は就任直後からマクロ経済安定化に向けた厳しい改革の必要性を国民に訴え、大幅な通貨切り下げや財政緊縮策を断行。高インフレ下でも政権支持率は50%程度の高水準で推移し、金融市場からも一定の評価を獲得している。

他方、支持率の高さとは裏腹に、議会におけるミレイ派の占める割合は非常に小さく、議会運営には大きな弱みを抱えている。LLA党単独では上院の10%、下院の15%程度に過ぎず、連携する中道右派PRO党（党首はマクリ氏）と合わせてもそれぞれ20%、30%程度に留まっている。法案を通すには野党勢力の協力が不可欠で、ミレイ氏を「史上最も弱い大統領」と指摘する声もある。

写真3 プエノスアイレス市内の落書き（ミレイ大統領へのNoの上に、Si (Yes) が書き加えられている）



ミレイ大統領は当初の強硬姿勢を徐々に緩和

上述の議会構成にもかかわらず、就任当初のミレイ大統領は、野党勢力との交渉に応じない強硬姿勢をとった。ミレイ大統領は就任後半年が経過した原稿執筆現在（2024年6月13日）まで、議会で法案を1本も通せておらず、議会承認が不要な限られた分野の政策実行に留まっている。2023年12月には、増税策や規制緩和などを盛り込んだ大規模法案パッケージである「オムニバス法案」を議会に提出したが、議会の求める修正に政権側が応じず、2月には委員会審議への差し戻しが決定され、大幅な後退を余儀なくされた。

一方、「オムニバス法案」での挫折を経て、ミレイ大統領は野党勢力への宥和的な姿勢を見せ始めている。同法案を縮小・穏健化するかたちで再度議会に提出された「基盤法案」・「財政パッケージ法案」は、野党側の修正要求に政権側が応じ、4月に下院を通過。6月にはさらなる譲歩により上院も通過した（原稿執筆現在、上院における修正事項に対する下院での再審議待ち）。

「基盤法案」の中には、海外からの投資誘致のための大規模な税制優遇措置を定めた条項（通称「RIGI」）が含まれており、「財政パッケージ法案」では財政健全化に向けた重要な歳入増加策が盛り込まれているところ、法案成立による、マクロ経済状況および投資環境の改善に向けた産業界からの期待は高まっている。同法案を皮切りに、少数与党のミレイ政権が議会と協

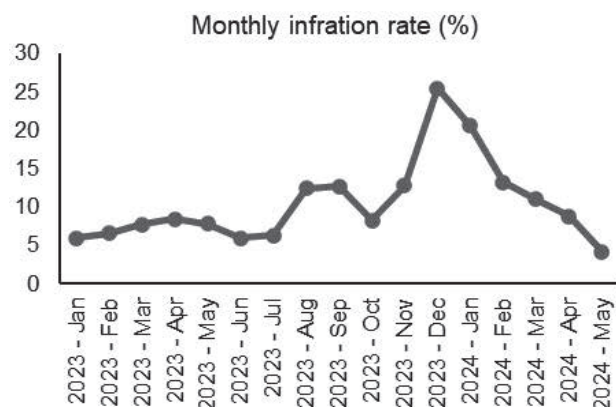
調しつつ必要な経済改革の成立、実行に至れるかは、今後の注目ポイントとなる。

深刻なマクロ経済状況の中、最優先課題はインフレ抑制

IMFによる2024年の実質GDP成長率見通しは▲2.8%、年末のインフレ率見通しは149.4% (IMF, 2024[2]) と、引き続き厳しい経済状況が予想され、マクロ経済安定化に向けた課題は山積している状況だが、ミレイ政権の生命線である支持率維持のため、インフレ抑制は、目下の最重要課題であるといえる。

政権発足から約半年が経過した現時点では、不況下にもかかわらず実行されている厳しい財政緊縮などが寄与し、月間インフレ率は2023年12月をピークに下落を継続、4月に8.8%と一桁台まで到達し、5月には4.2%まで下落した (INDEC)。ただし今後の見通しに関しては、財政緊縮の持続可能性や、為替減価による輸入物価高騰リスクなども踏まえ、依然不確実性は高い (後述)。

図1 月間インフレ率推移



出所: Haver

2024年の財政収支均衡という野心的な目標

ミレイ政権は2024年の財政収支均衡を目標に掲げている。前年の赤字幅 (GDP比4.2% (IMF, 2024[3])) を踏まえれば非常に野心的な目標だが、月間財政収支は、2024年1月に12年ぶりの黒字を記録して以降、4か月連続の黒字を達成。予想を上回る出来だが、その中身を踏まえ、今後の見通しには慎重になる必要がある。

ミレイ政権は当初、歳出・歳入両面による財政健全化を構想していたが、現時点では専ら歳出削減が貢献

している。歳出の名目額の削減に加え、年金支払額などの伸びをインフレ率以下に抑え、実質ベースでの歳出減少も進展。他方、増税や新税導入に必要な議会承認が得られず、不況による課税ベースの伸び悩みもあり、歳入増加は実現していない。

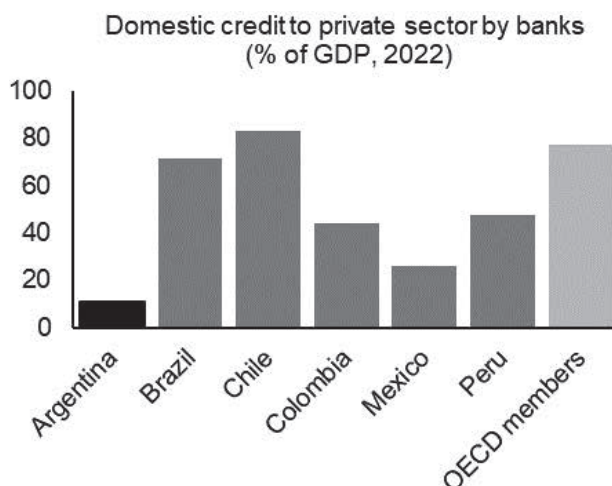
かかるなか、財政健全化を支えてきた歳出削減の今後の見通しは不透明だ。州政府への財政移転の大幅削減や、電力会社への支払い留保などの強引な施策の持続可能性は不透明であり、また電気・ガス等の価格高騰を抑制してきた一部の補助金を削減すれば、インフレ再加速を誘発しかねない。IMFも、現政権による歳出削減の進展を評価しつつも、的を絞った脆弱層支援を含む、財政健全化の「質」の改善が必要だと指摘している。インフレ減速により、実質ベースでの歳出削減効果の低下も見込まれる。財政目標の達成に向け、今後は議会との協調が必要な歳入増加が不可欠となる。

中銀のB/S縮小を目指し、急速な利下げを実施

前政権期にはいわゆる「財政ファイナンス」が行われたため自律的な金融政策は存在せず、また不胎化目的で発行された中銀債の残高は、2023年末時点でGDP比16% (IMF, 2024[1]) にのぼった。

ミレイ政権は、投資環境改善に向けた資本規制撤廃に先立ち、中銀債残高削減による中銀B/Sの健全化を優先する方針。財政健全化により新規の財政ファイナンスを停止するとともに、政策金利 (中銀債利回り) を引き下げ、中銀債保有者に対して国債などの他資産へのシフトを促進するとともに、中銀の利払い負

図2 銀行の民間セクターへの国内与信比較



出所: 世銀 World Development Indicator

担を抑制することで、既存の中銀債残高の削減も進めている。

月間インフレ率が下落傾向にあるとはいえ、依然高インフレが継続するなかでも急速な利下げ（ミレイ大統領就任時点で133%だった政策金利は、2024年6月8日時点で40%）が実施できる理由のひとつに、同国銀行セクターによる対民間与信規模が小さく、金利政策がもつ実体経済への波及効果が小さいことがあげられる。中長期的には、金融政策が物価安定のための政策ツールとしての機能を取り戻す必要があり、中銀B/Sの縮小後は、金融政策の構造改革も求められる。

なおミレイ大統領は選挙戦で、中銀閉鎖、通貨ペソ廃止による「完全ドル化」を掲げていたが、就任後の発言からは、一部決済における米ドル・ペソ両方の許容がまずは念頭にある模様。他方、ミレイ政権は「ドル化」の前に中銀債削減や資本規制撤廃を完了させる意向で、本格的な検討には時間がかかるだろう。

為替政策がインフレ抑制に重要な役割を果たす

前政権下では、外貨流出防止のためのさまざまな資本規制により、輸入代金・利益の海外送金や、外貨購入などが制限された。同国の投資環境は大きく損なわれ、また闇市場での違法な為替取引が横行し、公定・非公定レート間の乖離は拡大した。

ミレイ大統領は、非公定レートと大幅に乖離していた公定レートを就任直後に大規模に切り下げた後、為替制度としてクロージング・ベッグ制を導入。実質金利が大幅なマイナス圏にあるなか、公定レートの月間

減価幅上限を2%に留め、輸入物価の高騰防止やインフレ期待のアンカーを通じてインフレを抑制している。

公的対外債務返済を控え、引き続き外貨準備高の積み増しが求められる

2023年は、深刻な干ばつの影響で、主力の大豆輸出が大幅に減少した一方、前政権下の拡張的な財政政策により輸入は堅調に推移し、大幅な経常収支赤字（GDP比▲3.5% (IMF,2024[2])）を記録。2023年末の外貨準備高は、グロスで231億ドル程度（前年末から半減）、ネットでは▲112億ドルのマイナス圏（いずれもIMF,2024[1]）と、深刻な外貨不足に陥った。

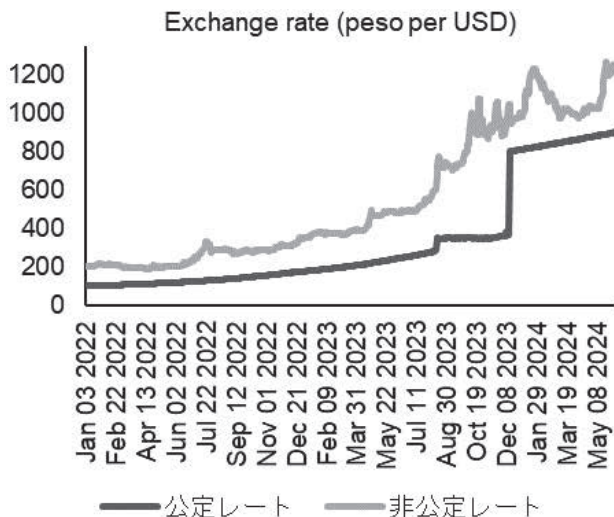
政権交代後の中銀は、ドル購入を継続的に実施しており、2024年5月末時点でネット外貨準備高はゼロ付近まで回復したとされるが、さらなる積み増しは依然として必要不可欠。農作物の輸出は気候要因に左右されるところ、上述の投資誘致策 (RIGI) の成立を通じ、直接投資による外貨流入を促進する必要がある。また2025年からは民間債権者向けの公的対外債務の返済が、2027年からはIMFへの返済がそれぞれ本格化する予定 (IMF,2024[1]) だが、足元の外貨不足を踏まえれば、現実的にはリファイナンスを通じた債務負担軽減も進める必要がある。それには国際金融市場アクセスの回復や、IMFとの新規プログラムへの合意（現行プログラムは2024年末まで）などが必要となるが、市場アクセス回復の目安とされるカントリーリスク指標にはまだ距離があり、IMFとの新プログラムにもまだ合意できていないところ、公的対外債務返済の見通しは引き続き予断を許さない状況である。

今後は経済政策間の難しいジレンマに直面

上述の通り、財政・金融・為替政策などを通じたミレイ政権のマクロ経済安定化はまずまずの進展だが、引き続き課題にアプローチするうえでいくつものジレンマに直面しており、今後の見通しは楽観視できない。

例えば、インフレ抑制や外貨蓄積のため、財政緊縮を通じた内需減速が必要だが、貧困層支援を弱めれば、支持率の下落に加え、「質の高い」財政健全化を求めるIMFからの支援姿勢の消極化にもつながりかねない。また実質金利が大幅なマイナス圏にあるなかで為替減価を抑える現行の為替政策は、インフレ抑制には寄与するが、輸出の減速を通じて外貨不足を悪化させる可能性がある。財政目標達成に向けた補助金削減は、電気・ガス価格の高騰などを通じたインフレ再加

図3 公定・非公定為替レートの推移



出所: Haver

速を引き起こしうる。各種規制緩和による外国投資誘致は、長年の国内産業保護政策で国際競争力を失った多くの国内企業にとって脅威となり、貧困率・失業率の上昇を誘発しうる。

同国経済が過去長きにわたって蓄積してきた多くの歪みの解決に向け、ミレイ政権は引き続き厳しい議会構成の中で、これらのジレンマを抱える複数の改革を、緻密な調整のもとで実行する必要がある、引き続き難易度が高い課題に直面し続けているのである。

写真4 ブエノスアイレス市内のスラム街



マクロ経済安定化から、中長期的な成長へ

ここまでミレイ政権が依然直面する厳しい経済状況について述べてきたが、同国の豊富な資源を背景とする成長ポテンシャルの大きさも最後に強調しておきたい。主力の農業に加え、鉱業、エネルギー分野に大きなポテンシャルを有している。

鉱業に関し、アルゼンチンは世界第3位のリチウム埋蔵量(USGS, 2024)を誇り、また「リチウム三角地帯」を構成する近隣のチリ・ボリビアと比べて国家介入が限定的であるという投資環境上の強みを有する(アルゼンチンでは、鉱業権益は資源開発に前向きとされる州政府に帰属)。また銅についても、チリなどの近隣国では長年の開発によって鉱山の質が低下傾向にあるなか、アルゼンチンの未開発の銅鉱山は新規開発先としてのポテンシャルを有する。

エネルギーに関し、アルゼンチンは世界最大級のシェールガス埋蔵量を誇るバカ・ムエルタ鉱区を有し、「非在来型」の石油・ガスの埋蔵量は世界第2位(世銀, 2022)。パイプラインなどのインフラ不足による生産量の制約を投資流入により克服できれば、燃料の純輸出国への転化を通じ、新たな外貨収入源として期待できる。

いずれの分野にも共通する課題は、資本規制などを背景とするカントリーリスクの高さによる、海外からの投資流入不足である。まだ始まったばかりのマクロ経済安定化、投資環境改善に向けた取り組みが、現政権の任期を超えて中長期的に維持されることで、同国のポテンシャルを引き出す投資流入を通じ、今度こそ経済再建に向けた長い道のりへの第一歩が踏み出されることを期待したい。

(参考文献)

IMF (2024)[1] “Argentina: Seventh Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Requests for Rephasing of Access, Extension of the Arrangement, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, Modification of Performance Criteria, and Financing Assurances Review- Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina”.

IMF (2024)[2] “World Economic Outlook, April 2024: Steady but Slow: Resilience amid Divergence”

IMF (2024)[3] “Fiscal Monitor, April 2024: Fiscal Policy in the Great Election Year”

World Bank (2022) “Country Climate and Development Report Argentina”

United States Geological Survey (2024) “Mineral Commodity Summaries 2024”

アルベルト松本 (2007)『アルゼンチンを知るための54章【第2版】』明石書店

三菱UFJリサーチ&コンサルティング (2024)「アルゼンチン経済の現状と今後の展望」

その他、現地報道、JETROホームページ、IMFプレスリリースなど

(執筆者略歴)

東京大学経済学部卒業後、2022年に国際協力銀行入行。外国審査部にてアルゼンチンやブラジル、チリなど、主にラテンアメリカ諸国のサブリン審査に従事。2024年4月～6月はブエノスアイレス駐在員事務所にて研修生として勤務。

