

2019年11月6日 全5頁

新興国経済ニュースレター（2019年11月）

ブエノスアイレス発サンティアゴ経由北京行き

経済調査部長
児玉 卓

[要約]

- アルゼンチンは為替レート下落と債務負担増大のスパイラル、更には為替レート下落と外貨準備減少のスパイラルに直面している。同国国民は左派政権の復帰を許すことで、これらスパイラルを悪化させ、再度のデフォルトを引き寄せようとしている。地下鉄運賃引き上げに端を発するデモが暴動に発展したチリを含め、中南米を中心に政策の左傾化、財政赤字の拡大、債務問題の深刻化などを懸念せざるを得ない状況になりつつあるように思える。
- 債務問題の本丸といえば中国である。債務 GDP 比が再上昇を始めた同国において、景気と債務のトレードオフが解決に向かう目処は立っていない。本質的には工業化を終えた中国にあって比較的高い成長率へのこだわりを捨てない政府のスタンスゆえのジレンマである。

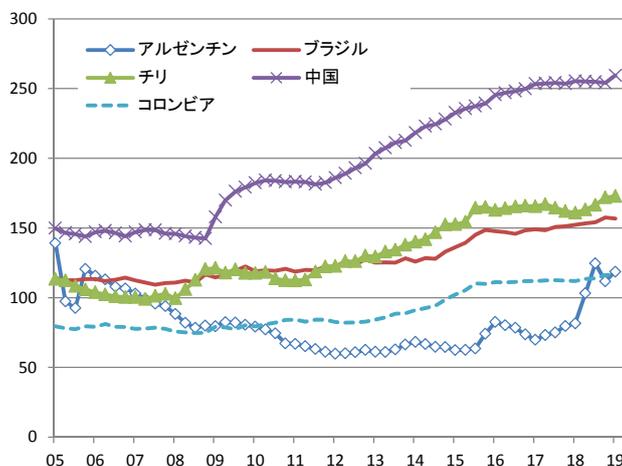
ブエノスアイレス発

国際金融市場の「アウトロー」、アルゼンチンが再度のデフォルトに近付いている。10月27日に投開票された大統領選挙では左派のアルベルト・フェルナンデス氏が勝利したが、先立つ8月の予備選挙で同氏の優勢が伝えられた時点で、金融市場は同国国債のデフォルトの臭いをかき取り、ペソは暴落した。フェルナンデス陣営は、選挙戦の中ですでにマクリ政権下で実施された IMF による金融支援とそれに伴う緊縮策を批判しており、既存債務の繰り延べ、ないしは再編の可能性が極めて高くなっている。皮肉なのはこうした次期政権のスタンスが、アルゼンチンの債務負担を一層（恐らくは大幅に）、増大させてしまうことである。

今、アルゼンチンは二つのスパイラルに見舞われている、或いは見舞われようとしている。一つは為替レートと実質的な債務負担のスパイラルである。図表1が示すように、アルゼンチンの債務残高 GDP 比は2018年以降跳ね上がっているが、これは外貨建て債務の自国通貨換算での価値が増大したことを主因としている。同統計の最新値は2019年3月末のものであるが、既述のように8月の予備選挙以降、ペソの下落は再加速しており、アルゼンチンの債務残高 GDP 比は一段と、かつ大幅に上昇しているはずである。そして、債務負担が増大すればその返済可能性は必然的に低下し、ドル建てのアルゼンチン国債を保有している投資家はそれをなるべく

早く売ろうとする。ドル建ての貸出資産を保有している金融機関は、その回収を急ごうとする。こうしたビヘイビアがペソ安に拍車をかける。

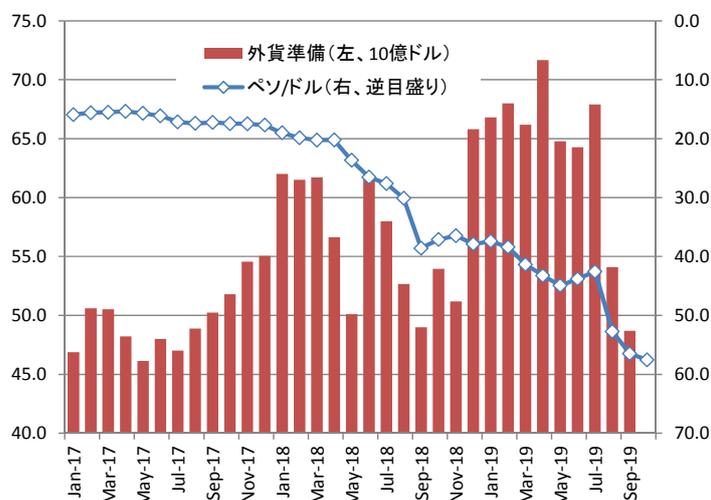
図表 1 債務残高 GDP 比 (%)



(出所) BIS、Haver Analytics より大和総研作成

もう一つのスパイラルが、為替レートと外貨準備のスパイラルである。昨年半ばにペソが売られたときもそうであったが、アルゼンチン政府・中央銀行は 8 月以降のペソ安局面で、大規模なペソ買い・ドル売り介入を行っている。その結果、外貨準備が大幅に減少しているのだが、為替レートの下落を止めることには失敗している。ペソ安のペースを抑える効果はあったかもしれないが、IMF の支援などによって積み上げられてきた外貨準備は費消されてしまった。こうした実績が、ペソ売りの投機を活発化させてしまう可能性がある。もとより外貨準備は有限であり、永遠に介入を続けることはできない。しかも、これまでのところ介入の効力は非常に小さい。したがって現状、ペソを売るという行為は、勝率が極めて高い賭けだという期待が生じやすく、その期待がペソ売りに拍車をかけるのである。そして、アルゼンチン政府・中銀があくまでペソの下支えに固執するのであれば、外貨準備は枯渇に近付き、それがますます投機心理を刺激して、ペソ売りが止まらなくなる。

図表 2 アルゼンチンの為替レートと外貨準備



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

もちろんペソの売り手が負ける（ペソが上昇する）可能性も皆無ではない。主に二つのケースが考えられる。一つはペソがフェアバリューから見て売られ過ぎており、自律反発するケース。もう一つは、IMF などの支援が外貨準備を増強するケースである。しかし、前者に関しては、「もう一つのスパイラル」がその発現の邪魔をする可能性が高い。為替レートのバリュートの根幹は言うまでもなく購買力であるが、為替レートの大幅な下落はインフレ率を上昇させる（購買力を減少させる）。つまり、為替レートのフェアバリューが引き下げられる。結果として下落した実際の為替レートが売られ過ぎではなくなるという、為替レートと物価のスパイラルが作動してしまうのだ。90 年代のメキシコやブラジルが典型的だが、危機に見舞われた国の通貨が、危機終息後にも従前の水準までは戻らず、しばしば大幅に減価したままとなるのは主としてそのためである。

一方、IMF 等の外部からの支援が外貨準備の拡充などを通じて、為替レートの反発期待を生じさせる可能性は、左派政権の返り咲きによって大幅に後退した。当面、アルゼンチン政府と IMF 等の国際機関との協議は既存債務の処理を如何に進めるかに終始することになる。同国へのニューマネーの注入は期待薄である。

2018 年後半以降、インフレ率の高騰による実質購買力の毀損などから同国の内需は壊滅状態にあるが、近い将来に立ち直りのきっかけをつかむことは至難のように思われる。ペソが十分安くなった後の「安値買い」を狙った民間資金の流入などの「サプライズ」が、まずはペソ安に歯止めをかけることを期待する他はないかもしれない。

サンティアゴ経由

もともと、やや達観してしまえば、グローバルな観点からはアルゼンチンの苦境はそれほど大きな問題ではない。同国はデフォルトの「常習犯」であり、2018 年にも大幅な通貨の減価を経験している。これらを踏まえれば、アルゼンチンは「特殊」であり、同国を起点として危機が他国に連鎖していく可能性は限定的と考えられるからだ。しかしアルゼンチンを「起点」ではなく、世界的な景気減速下で緊縮的経済政策が頓挫した「一つの事例（結果）」と見れば、警戒すべき範囲は格段に広がってくる。

例えば隣国のチリでは、10 月上旬の地下鉄運賃値上げをきっかけとしたデモが過激化し、多くの死者が出る事態となっている。チリの経済的ファンダメンタルズはアルゼンチンに比較すればはるかに良好だが、成長率は 2018 年の 4%程度から 1%台後半に減速し、デモ・暴動の主舞台となった首都サンティアゴの失業率は上昇傾向にある。アルゼンチンに通じるところがないとは言えない。

税制や社会保障制度などによって濃淡はあるが、成長率が鈍化すれば税収が減り社会保障関連の歳出が増えやすい。それを補うために財政を引き締めれば景気は更に悪化する。当たり前のことだが、新興国では財政赤字拡大の放置が資本流出やそれに伴う通貨の下落に直結するということがしばしば起きる。そこから更に物価の上昇や景気の悪化に発展する可能性があることを踏まえれば、「景気減速には緊縮で」という判断が必ずしも間違いとは言えない。しかし、

そうした判断や政策が社会的・政治的に受け入れられないことがあり得る。その最新で極端な事例がアルゼンチンであった。アルゼンチン国民は、左派政権によるばら撒きを排し、国際金融市場への復帰を期して財政立て直しに取り組んできたマクリ政権の続投を拒否した。アルゼンチンでは左派政権の復帰が決まったわけだが、こうした風潮が同国特有のものではないとすれば、政権交代がないまでも、政策が左傾化する国が増えてくる可能性がある。

2000年代半ばにも中南米諸国で多くの左派政権が誕生した。しかし当時は中国が二けた成長をするなど世界は資源価格の高騰を伴う景気拡張期に当たっており、左派政権にはばらまきの原資が与えられていた。今はそれらの条件が失われている。そうした中で左傾化の圧力がどれほど広がり、それが各新興国の財政をどれだけ傷めるか注意しておく必要がある。既述のように新興国の財政の悪化は当該国の通貨下落を引き起こしやすいが、それは現在のアルゼンチンのように、債務危機に発展するリスクを有するからである。

北京行き

さて、債務問題といえば忘れてはならないのは中国である。図表 1 では最近時点（2019年3月末）の中国の債務残高 GDP 比（非金融部門）が再度上昇していることが示されている。もちろん、これは中国政府による確信犯的な上昇である。債務問題を深刻化させてでも景気悪化を食い止めなければならないという政策判断の帰結とっていい。とはいえ中国の場合、今のところは確信犯的であっても、景気下支えのためにどこまで債務を拡大させる必要があるのかに関する確信が少しもないのが弱みである。

同国の景気減速の一因が米中摩擦による製造業の不振にあることは概ね世の中のコンセンサスになっているが、足元では両国関係の一段の悪化懸念が和らぎ、それがグローバル金融市場のリスク・オンにもつながっている。しかし、だから中国景気も近く底打ちするというというほど話は簡単ではない。

一つには、中国における製造業の景況感が改善し、設備投資の減速が止まるには、現在の融和ムードが持続するという確信、したがってトランプ米大統領によるちやぶ台返しや前言撤回などが無いという確信が生まれる必要がある。来年の大統領選挙での再選を最大のプライオリティとするトランプ氏が、少しでも自国景気が良好な状態で選挙に臨むことを重視するのであれば、対中融和は当然の策である。しかし、こうした常識的な判断に則ってトランプ氏が今後1年程度、政策を運営していくと想定することは、これまでの同氏の実績からして必ずしも容易ではない。中国で活動する内外企業の貿易環境に対する不安感を除去するのは困難とみるのが妥当ではあるまいか。

もう一つ、米中摩擦のインパクトの強さゆえに忘れられがちなのは、中国が生産拠点としての優位性を低下させてきたのは、昨日今日の話ではないということだ。2010年頃に生産年齢人口比率がピークに達した中国では、若年労働力の限界的な供給余力が低下し、賃金・単位労働コストが顕著に上昇し始めた。更に、「投資から消費へ」の掛け声とともに最低賃金の引き上げに奔走した政府がそれに拍車をかけてしまった。米中摩擦はこうした不可逆的な傾向への駄目

押しであった。したがって、米中間の関税引き上げ合戦が一段落したところで、世界の工場としての中国が復活するわけではない。

ただし、このこと自体は多くの先行国同様に、中国が工業化の段階を終えてサービス化を進めながらも、生産性の伸びの鈍化を映じて成長率を減速させていくという当たり前のフェーズに差し掛かっていることを意味するにすぎない。問題は、雇用の確保を社会の安定のベンチマークとし、社会の安定を政権の安定の必要条件とみなしている共産党政府が、比較的高い成長率へのこだわりを捨てていないことである。これが工業化を終えながらも投資依存は残るといふ歪な姿と債務の膨張を招いている。もちろん、中国共産党を究極のポピュリスト政権と見れば、起こっていることはアルゼンチンやチリと同根であるともいえようが。