

## 第6章 アルゼンチンの通貨危機 発生のプロセスと今後の課題

西島章次

### はじめに

アルゼンチンは、1991年にカレンシー・ボード制に基づく1ドル=1ペソのドルペッグを実施し、それまでのハイパー・インフレの抑制に成功すると同時に、多額の資本流入によって1990年代の高い成長率を享受してきた（ただし、メキシコ危機直後の95年を例外とする）。しかし、1997年のアジア危機、99年のブラジルの通貨切り下げを契機に、アルゼンチンへの資金流入が先細るとともに、アルゼンチンの対外債務に対する信任が低下することになった。とくに2000年後半からアルゼンチン政府債務に対するデフォルト懸念が急激に高まり始め、ついには2001年末から2002年初めにかけて、大統領の度重なる交代劇、政府対外債務支払い停止、ドルペッグの放棄と、事態は急激に進展した。

1990年代のアルゼンチンは、ネオリベリズム（新経済自由主義）の旗頭として積極的に経済自由化を推し進め、米国やIMFなどから高く評価されていただけに、このたびの経済破綻が持つ意味は重大である。今後の通貨危機からの回復過程の展開如何によっては、アルゼンチンが未曾有の混乱に陥るだけでなく、経済自由化を推し進める発展途上国に大きな影響を与える可能性を否定できない。本章では、アルゼンチンがデフォルトに至った経緯と通貨危機発生過程を議論し、さらに、為替レート切り下げ直後の課題について検討する。こうしたアルゼンチンの経済危機の政策改革との関連による解釈と分析は第7章でなされる。

### 1. カレンシー・ボード制の功罪

アルゼンチンのカレンシー・ボード制の導入は、インフレを抑制することに主要な目的があった。貨幣供給が外貨準備高で制約され通貨政策の規律が確保されること、ドルとペソの等価での兌換がペソへの信任を高めることから、1990年には年率で1344%にも達したハイパー・インフレが急速に終息した。

さらに、カレンシー・ボード制は、そもそも理論的に通貨アタックに対して抵抗力があるとされている。資本が流出すれば外貨準備が低下し、外貨準備高に裏打ちされている国内貨幣供給が低下する。貨幣残高の低下は利子率を上昇させ、内外利子率格差を高めることによって再び資本流入を促進するメカニズムが内在するからである。実際、1997年のアジア危機以後、隣国のブラジルが通貨危機を免れなかったのに対し、アルゼンチンではドルペッグを維持することが可能であった。

ところで、国際マクロ経済学の基本理論からは、固定相場制、自由な資本移動、金融政策の独立性を同時に達成することはできないが、アルゼンチンの場合、カレンシー・ボード制を採用することによって金融政策の独立性を放棄し、固定相場と自由な資本移動を採用していたといえる。この意味で、少なくとも理論的にはカレンシー・ボード制は持続可

能であったはずである。だが、アルゼンチンのカレンシー・ボードはいくつかの問題点を有していた。

まず、アルゼンチンのカレンシー・ボード制は完全なそれではなかった。1991年3月20日公布の兌換法によると、アルゼンチンのカレンシー・ボード制は以下の特徴を有している。1ドル=1ペソの等価での兌換保証、中央銀行による外貨売却保証、外貨準備によるマネタリー・ベースの裏づけ、外貨建契約の外貨による支払い要求の保証、などである。しかし、同時に、外貨準備として、三分の一を上限として外貨建て国債による保有が認められており、このため「準カレンシー・ボード制」と呼ぶべきものであった。また、中央銀行が存在し、裁量的な通貨政策の余地が残されていたことも重要である。

さらに、カレンシー・ボード制においては中央銀行の「最後の貸し手機能」が制限されるため、健全な金融システムの存在が不可欠となるが、アルゼンチンの金融システムは必ずしも万全であったとはいえなかった。アルゼンチンでは、メキシコの通貨危機の影響によって深刻な金融不安が生じたが、その後、プルーデンス規制の整備、リストラの促進、積極的な外国銀行の導入、流動性準備規制・預金保証制度の制定、外国銀行からの74億ドルの緊急時信用枠の確保など、かなりの程度に金融システムが健全化され、少なくともアジア諸国より金融セクターは健全であったとされている。しかし、常にドルとペソにスプレッドが存在していたことから判断されるように、アルゼンチンのカレンシー・ボード制は、完全なドル化のケースや純粋なカレンシー・ボード制と比較して、為替相場の固定性に対する信頼は相対的に低かったと考えるべきである。

さらに重要な問題は、メネム政権下で、政府財政を健全化できなかったことである。カレンシー・ボードは、貨幣供給を外貨準備の裏付けなしでは拡大できないことから、確かに通貨政策に規律をもたせることになるが、国債の発行が可能であれば財政の規律を保証するものではない。アルゼンチンでは、とくに地方政府の財政赤字と社会保障（年金）制度の赤字が深刻で、これを連邦政府が補填する財政協定のために連邦政府の赤字が継続してきた。また、アルゼンチンでは徴税率が低く、一説では50%にすぎないとされている。さらに、1999年、2000年、2001年は景気後退のため税収が落ち込み、財政赤字が拡大する傾向となった。いうまでもなく、政府は国内・海外から国債発行、起債などを通じて資金調達し、こうした財政赤字をファイナンスしてきたのである（表1参照）。

表1 アルゼンチンの主要経済指標

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
CPI (%)	1343.9	84	17.6	7.4	3.9	1.6	0.1	0.3	0.7	-1.8	-0.7
GDP成長率 (%)	-1.4	10.6	9.6	5.7	5.8	-2.8	5.5	8.1	3.9	-3.4	-0.5
1人当り成長率 (%)	-2.8	9.1	8.1	4.3	4.5	-4.1	4.2	6.7	2.5	-4.6	-1.2
財政赤字NFPS (%)	-3.8	-1.6	-0.1	1.5	-0.3	-0.6	-1.9	-1.5	-1.4	-1.7	-2.0
失業率(6大都市)(%)	7.5	6.5	7	9.6	11.5	17.5	17.2	14.9	12.9	14.3	15.1
経常収支/GNP比 (%)	2.97	-0.39	-3.63	-3.43	-4.32	-1.96	-2.44	-4.17	-4.94	-4.46	-3.25
FDI (million \$)		2429	3218	2059	2480	3756	4937	4924	4175	21958	5000
実質為替レート		100.0	87.7	81.0	80.6	85.9	87.5	84.6	82.1	76.0	76.7
総対外債務 (million\$)	62232	65403	68645	64718	75139	98802	111419	128411	141549	147881	
長期債務	48676	49374	49855	52546	63757	71316	81629	90555	105151	111887	
政府債務	44707	45451	45551	46153	50619	55228	62518	67063	77222	84506	
民間債務	3969	3924	4304	6393	13139	16088	19111	23492	27929	27381	
短期債務	10473	13546	16176	8653	7171	21355	23498	31988	30956	31515	

出所：ECLAC, *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean, 2000*,  
World Bank, *Global Development Finance, 2001*.

いま一つの問題は、為替レートの固定化によって、実質為替レートが過大評価となったことである。実質為替レートは、1991年を100とすると、2000年には76.7にまで過大評価となっている。このため、1991年以降、貿易収支、経常収支は一貫して赤字となった。とくに、1999年にブラジルで通貨危機が生じ、レアルが大幅に切り下げてからは、アルゼンチンの競争力は急激に低下した。アルゼンチンの輸出の30%強がブラジルへの輸出であったことから、隣国の大幅切り下げは極めて大きな影響を与えたといえる。いうまでもなく、このような対外収支の赤字も、直接投資、民営化による売却収入、借り入れ、海外での起債などでファイナンスされていた。

ドルペッグの下で対外債務返済の資金を稼ぐには、輸出競争力が改善しなければ、国内経済の引き締めしかない。このため、GDP成長率は1999年のマイナス3.4%、2000年のマイナス0.5%、2001年のマイナス5.0%（予測）と3年連続でマイナスとなり、失業率の増大など、これ以上の経済引き締めが社会的に困難な状況となっていた。ドルペッグの限界は明らかで、アルゼンチンがドルペッグに固執する限り、対外債務のデフォルト懸念は不可避であった。

以上のアルゼンチンの状況を、単純なマクロ・モデルを用いて解釈すると図1のようになる<sup>1</sup>。2つの政策手段として、実質為替レート（ $e$ ）と政府支出（もしくは財政赤字）（ $g$ ）が存在し、2つの政策目標である、国内均衡と対外均衡を達成しようとする経済を想定する。

DD曲線で表される国内均衡は、 $y$ を産出量とすると、

$$y = D(e, g), \quad \partial D / \partial e > 0, \partial D / \partial g > 0$$

FF曲線で表される対外均衡（ $F(e, g) > 0$ は黒字）は、

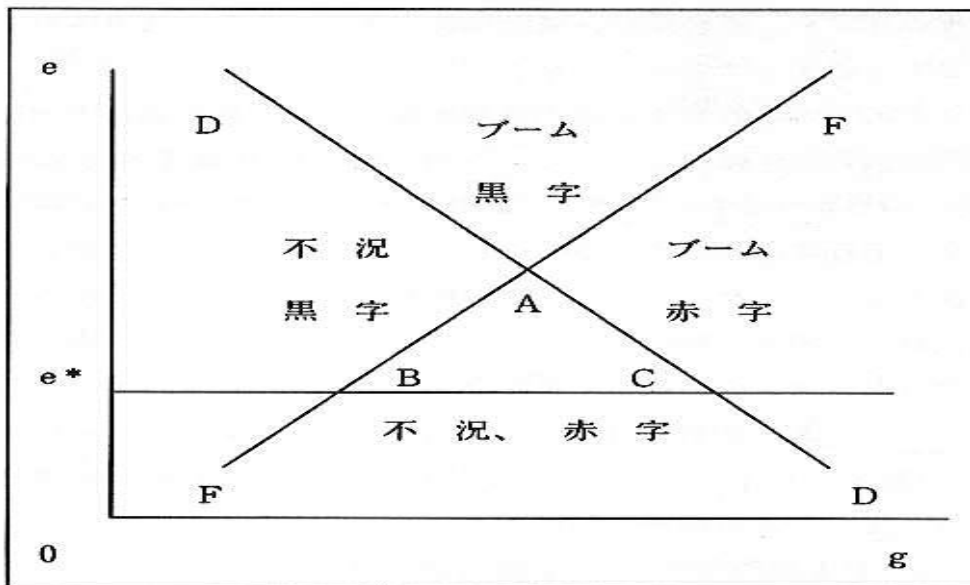
$$0 = F(e, g), \quad \partial F / \partial e > 0, \partial F / \partial g < 0$$

で表現される。それぞれDD曲線とFF曲線上では国内均衡と対外均衡が達成されている。2つの政策手段を有効に実施できるなら、政策割当ての原則から2つの政策目標がともに達成されるA点を実現することが可能である。なお、線上から外れている領域は、図示されているように、ブームか不況、経常収支黒字か赤字の組み合わせとなる。

---

<sup>1</sup> 詳しくは西島[1993]を参照。

図1 対内均衡・対外均衡モデル



出所：筆者作成。

さて、為替レートが過大評価となっている状況 ( $e^*$ ) から議論を始めよう (A 点に対応する ( $e$ ) が均衡レートだとすると、それより小さな値の ( $e^*$ ) は増価していることを意味する)。政策手段の一つが ( $e^*$ ) に制限されているので、この経済が取り得る可能な領域は ( $e^*$ ) 線上のみである。いま、B 点が選択されたとすると、FF 線上にあるので対外均衡は達成されているが、DD 線上にはないので不況が発生している。C 点が選択されたとすると、DD 線上にあるので国内均衡は達成されているが、FF 線上にはないので経常収支赤字となっている。いうまでもなく、1990 年代のアルゼンチン経済は基本的に C 点にあり、AC にあたる経常収支赤字を海外資金の取り入れで補填していたと考えられる。

しかし、1990 年代の後半となり民営化の案件が枯渇し、1997 年にはアジア危機、1999 年にはブラジルで通貨危機が発生し、アルゼンチンへの資金流入が先細ることになった。どのような対応策が可能であったであろうか。まず、輸出競争力の強化が考えられる。輸出競争力が改善すると、所与の実質為替レートのもとで対外赤字が縮小するので、FF 曲線が右方向へシフトすることと表現される。こうした輸出競争力の改善 (それによる FF 曲線の右シフト) が十分であると、( $e^*$ ) 線上であっても C 点で二つの政策目標の達成が可能である。しかし、これにはかなりの生産性・競争力の改善が要求され、短期間では困難である。2001 年になって「競争力法」が成立したが間に合うはずもなかった。この点に関連する重要な問題は、アルゼンチンでは貿易自由化、民営化など徹底した経済自由化が実施されたが、労働市場の改革や制度的整備が不十分であり、労働コストの高さが国際競争力の改善に対し重大な阻害要因となっていることである。各市場における改革の整合性と制度構築の重要性を示す、1つの典型例である。

次に、徹底した財政の緊縮により、C 点から B 点の方へと移動することも可能である。国内均衡を示す DD 曲線は、潜在的な産出高 (もしくは完全雇用に対応する産出高)  $y$  のもとでの需給一致を示している。このため、厳しい緊縮政策を実施することは、完全雇用での需給一致から乖離し、失業を作り出すことを意味する。実質為替レートが ( $e^*$ ) に維

持された状態で、緊縮政策を実施すれば、経済はC点からB点へと移動し、B点で経済は不況もしくは失業となるが、図から明らかなように経常収支赤字は解消される。しかし、1990年代末のアルゼンチンでは既に失業率が15%を超え、これ以上の景気の後退は社会的に支持されず、激しい政治的抵抗に直面することが不可避であり、困難な選択であった。また、ここでも労働市場の改革の遅れが、重要な意味を持っている。理論的には、労働市場のフレキシビリティが高く、賃金調整や労働移動が十分可能であれば、B点であっても、対外均衡を維持しながら、失業の程度を和らげることが可能である。このことはDD曲線の左方シフトとして表現可能である。したがって、労働市場における改革の遅れが、政府が適切な緊縮政策を実施することを妨げる1つの要因となっているといえる。

ところで、為替レートの切り下げ（カレンシー・ボードの放棄）は、ドルペッグがインフレ抑制の要であること、国内における債務の80%近くがドル建ての債務であり、切り下げが債務者の返済負担を増幅させ、激しい経済的混乱が予想されることから、最終的に2002年1月の危機的状況となるまで、アルゼンチン政府にとっては選択可能な手段ではなかったといえる。こうした二重、三重の制約のもとで、アルゼンチン政府は適切な対応策を持たず、アルゼンチンへの国際的なクレディビリティが失われることになり、2001年には総額で240億ドルがアルゼンチンから逃避したと見られている。したがって、アルゼンチン政府が取り得た唯一の方策は、政府債務の低利・長期への債務借り換えであり、2001年にはある程度成功したものの、抜本的な解決策とはなりえず、市場でデフォルト懸念が高まるに従い、借り換えに対しても市場の拒否が広まり、最終的にデフォルトせざるを得なくなったといえる。

結局、アルゼンチンの通貨危機は、アジア諸国で見られたような、バブルの終焉、金融システムの不健全性、過度の短期債務への依存、ヘッジファンドによる投機的アタックによるものではなく、兌換法の限界と財政規律の問題（そして、その背後の政治問題）を原因とすると考えべきである。また、様々な分野で急激な自由化が実施されたが、労働市場の改革の遅れや、マクロ政策や財政政策などの制度面における改革の遅れが、問題の解決を妨げる要因であったことを明記すべきである。

以下では、アルゼンチンの通貨危機への過程を詳しく議論する。

## 2. 債務繰り延べ策

2000年に入り、アルゼンチン国債のデフォルト懸念が高まり始めたが、アルゼンチン政府が取った政策はまさに、その場凌ぎの政策の連続であった。まず、2000年12月にIMFなどと総額で397億ドルの緊急融資の合意を取り付け、どうにかデフォルトを回避した形となった。IMFも、アジア、ロシアの通貨危機の経験から、予防的に早期の支援を決めたといえる。しかしその後も、トルコの金融危機、国内金融機関のマナーロンダリング疑惑の発覚などから、アルゼンチンへの信頼は回復せず、アルゼンチンのドル借入れのスプレッドは上昇を続けた。2001年3月に入ると、政府はマティネア経済財政相を更迭し、財政緊縮派のロペスマルフィ国防相を後任に据え混迷の打開を図った。だが、3月末には大統領自身の辞任が取りざたされるに至り、わずか二週間足らずで再度経済財政相を更迭し、カレンシー・ボードの生みの親であるドミンゴ・カバロ氏を大臣として再登板させること

になった。ウォールストリートなどで国際的知名度が高く、スーパー・ミスターと呼ばれるカバロ氏を登用し、アルゼンチンの信頼回復を意図したものである。ドルペッグの下では為替レートを切り下げられないため、景気後退が生産性改善のみでしか対外均衡を回復できない。このためカバロ大臣は、就任早々、20%のコスト低下を目指す「競争力法」などの経済政策を打ち出した。

ところで、依然として債務に対する市場不信が続くなか、アルゼンチン政府は混迷打開の切り札として、2001年6月3日に償還期間の長い債務への借り換えを実施した。総額295億ドルで、これまでの世界でも例を見ない巨額の借り換えであることから「メガ・スワップ」と呼ばれ、主としてアルゼンチンの地場銀行、年金基金、外資系銀行などが借り換えに応じた。このうち、外国人投資家は80億ドルの借り換えに応じたと見られている。この債務の借り換えによって、2006年までの元利払いのうち160億ドルの延期が可能となった。この額は、債務の借り換え後18月間に到来する予定返済額の約半分に相当し、とりあえず当面のデフォルトを回避し、経済正常化への時間を購入したことになった。しかし、大きな賭けでもあった。借り換えを実現させるためには高い利回り(15.3%)の提示が必要で、従来のもより5%ポイントも高いものであった。このため借り替えた債務は5年で倍増することになり、経済成長が実現しなければ債務の対GDP比率が上昇することから、市場はかえって債務返済能力への危惧を強めることになった。

こうした状況下で、2001年7月10日に実施された国債入札の不調を契機に再びデフォルト懸念が高まり、7月だけで外貨準備が67億ドル減少し、8月初めには170億ドルにまで低下した。このため、アルゼンチン政府は公務員給与や年金支給額削減を含む包括的な財政緊縮策を実施することになったが、市場の反応は鈍いものであった。

アルゼンチン経済への信頼が回復しない状況に対し、IMFは、8月3日、同国に対して設定している134億ドルの融資枠のうち、12.6億ドルを前倒しすることを表明。しかし、同時に発表されたブラジルへのスタンド・バイ150億ドルと比してあまりに少額の前倒しであったため、市場は混乱回避に不十分と判断、かえってアルゼンチンの資金流出は拡大を続けた。この件は、ブラジルの元中央銀行総裁によって「IMFは燃えている家ではなく、隣の家に消防士を送ったようなものだ」と皮肉られるほどであった。事態を重く見たIMFは、8月21日、既に合意済みの134億ドルに加え、さらに80億ドルを追加することを決定。追加融資額のうち30億ドルは政府債務のリストラを条件とするが、残りの50億ドルはすぐに実行可能とされるものであった。2001年の残りの予定返済額が約40億ドルであったことから、追加融資のうちの50億ドルと、前倒し融資の12.6億ドルと合わせれば、デフォルトは回避されるはずであった。

### 3. 2001年末から2002年初にかけての混乱

しかし、問題はこうした融資の多くが、アルゼンチンの財政均衡を前提としていたことであった。2001年の財政赤字についてIMFとは65億ドルの赤字で合意していたが、大幅な税収低下が災いし、11月には同年の財政赤字が合意額を大幅に超過することが明らかとなった。11月末にIMFのミッションがアルゼンチンを訪問し、財政状況や次年度の予算計画を調査したが、合意条件をクリアしていないとしてIMFが12.6億ドルの前倒し融資

を拒否したために、年末の返済に支障をきたすことになった。

このような経緯から、預金封鎖や切下げの噂が広まり、銀行の取りつけ騒ぎが懸念される事態となった。12月1日には、政府は緊急措置として、銀行預金の引き出しを週250ドルまで、貿易決済を除く海外送金を月1000ドルまでに制限することなどの発表にいたった。しかし、預金引き出し制限措置は、一時的に資本逃避を防ぐ時間稼ぎとなるが、部分的な預金封鎖であることに相違なく、実質的にペソとドルの等価交換を保証する兌換法が終焉したことを意味した。

19日には預金凍結に対する抗議行動や略奪事件が発生し、以後アルゼンチンの政治・経済はめまぐるしく展開することになる。同日、非常事態宣言が発令され、全閣僚が辞任。翌20日には、デラルーア大統領の辞任となった。21日には国内の銀行が急遽一斉休業となり、各種海外送金が不可能になった他、これまで24時間可能だった銀行口座間での通貨ペソとドルの交換がストップした。23日には、ロドリゲス・サー大統領が就任し、政府対外債務の一時支払い停止、固定相場維持、新通貨導入などが発表された。同日のアルゼンチン国債相場は急落し、2008年満期のグローバル債は額面100ドルに対し18ドルとなり、アルゼンチン国債と米国債の利回り格差も49.79%にまでに拡大した。

さらに12月28日夜には一部暴徒が国会に乱入し、31日には事態を収拾できないまま就任8日目にしてロドリゲス・サー大統領の辞任となった。ロドリゲス・サー大統領は、30日に正義党所属の知事による会議を招集したが、14人のうち9人が欠席するなど、正義党内での支持を得られなかったからである。背景には、党主流派との確執があり、次期大統領選に意欲を示すドゥアルデ元副大統領、デラソタ・コルドバ州知事など有力候補が続投に意欲を見せるロドリゲス・サー大統領を牽制し、結果的に国会乱入を口実に主流派によって暫定大統領が辞任させられた形となった。

2002年1月1日にはドゥアルデ新大統領が就任したが、上下院議長などの暫定大統領を含めると2週間で5人目の大統領となった。1月6日には、議会在新政権に向こう2年間の金融政策の決定権を与える「国家危機為替制度改革法案」を可決し、経済再建への準備が整うことになった。同日夜には、レメス経済財政相から、カレンシー・ボード制の放棄と40%の為替切り下げが発表された。また、1月9日から、貿易取引には固定相場を適用するが、市中の両替商などには変動相場を適用する二重為替制度が導入されることになった。その他、預金引き出し制限措置は90日間継続することや、ドル建て債務のペソ建てへの転換は対象額を1人10万ドルまでとすることが法案に明記された。

なお、1月3日にはイタリア・リラ建て国債2800万ドルの支払を停止したことが発表され、1410億ドルに上るアルゼンチン政府の対外債務が正式にデフォルト状態となり、アルゼンチンは国際金融市場から締め出されることになった。

1月9日から実施された為替相場は、いわゆる二重為替相場であり、貿易取引には40%切下げられた固定相場が適用され、市中の両替所などの為替取引には変動相場が適用された。しかし、二重相場制はそもそも維持可能な制度ではなく、変動相場と固定相場の乖離が拡大すれば中央銀行による介入が必要となる。当初、一方でペソ預金の引き出し制限が実施されているためドル購入のためのペソが不足すること、他方で債務支払いや日用品購入のためにドルのタンス預金（アルゼンチンではベッドの下の預金と呼ばれる）が市中で換金されると考えられることから、変動レートは固定相場からあまり乖離しないと予想さ

れていた。しかし、変動レートと固定レートの乖離が大きくなるに従って二重為替相場の維持が困難となり、2月11日には二重為替相場が廃止され、変動相場制がスタートした。

変動相場制への移行後、為替レートは傾向的に低落を続けており、3月末には1ドル=3ペソ、6月末には1ドル=3.8ペソにまで切り下がっている。

#### 4. 今後の問題

経済破綻後のアルゼンチン経済は、その危機から脱出するために多くの課題と困難を有しているが、兌換法が廃止された直後の2002年1月中旬の現時点で考えられた諸問題や他国への影響は、以下の通りであった。

第一は、銀行危機の懸念である。切り下げはアルゼンチンの信認回復と競争力強化に不可欠であるが、債務契約の80%がドル建てであることから、家計や企業に深刻な打撃を与える。このため、ドル建て債務を保有する債務者の保護が必要となるが、前述のように政府は1人10万ドルまでを上限に、ドル債務を1ドル=1ペソの比率でペソ建て債務へと転換するとしている。他方、448億ドルに達するドル預金に関しては、1月19日、政府は全面的にペソに転換すると発表した。ただし、変動レートでのペソが大きく下落すれば、特定のレートでの交換では、市民からの強い反発が予想されるため、何らかの変動交換レートを適用することになると報じられている。いうまでもなく、こうした措置は銀行に巨額の損失をもたらすことが明らかである。1月中旬の時点では、銀行にとっての資産(貸出)には1ドル=1ペソが適用されるのに対し、負債(預金)には1ドル=1.4ペソ以上のレートが適用されるとされており、ペソ・タームで計れば銀行にとれば大きな損失となる。

J・P・モルガンの推定によると(Economist.com, Finance and Economics, 2002年1月23日)、銀行部門の損失は今後の為替レートの動向に依存するが、1ドル=2.7ペソまで切り下がれば、10万ドルまでのドル建て債務のペソ化による損失は70億ドルに達するとされる(アルゼンチンの銀行部門全体の自己資本は165億ドルである)。ただし、10万ドル以上のドル債務に関してはどのようなレートが適用されるかは現時点では不明である。さらに、銀行部門は330億ドルの政府債務を保有しているとされ、これがどのように処理されるかも不明である。こうした状況を勘案すると、何らかの銀行への救済措置が実施されない限り、極めて深刻な銀行危機が生じる可能性を否定できない。1994年のメキシコのペソ危機以来、アルゼンチンの金融部門の健全性はかなり改善されているが、今回のアルゼンチンの通貨危機によって、再び銀行部門が大きく動揺する可能性を否定できない。現在、アルゼンチンには多数の外国銀行が進出しているが、新たに資本増強を行なうか、撤退するかの決定を迫られている。

第二は、切り下げによるインフレ再燃の懸念である。既に、一部商品の値上げが報じられている。切り下げによる輸入財価格の上昇や便乗値上げを何らかの措置で抑えることができたとしても、長期的には多くの課題がある。変動相場制下でどの程度の切下げとなるのか、また、兌換法廃止後の貨幣供給に規律が守られるのか、など不確実な要因が多い。この意味で財政健全化と政府債務の処理が決定的に重要となる。ドゥアルデ大統領がブエノスアイレス州知事時代(1991年から99年)に、州財政の黒字を達成したのは2年間のみで、州債務が20億ドルから46億ドルに増大した経緯から、政府財政赤字の拡大が危惧



されている。既に、1月24日に、2001年末に導入されていた公務員給与の上限規定を撤廃することが発表されたが、こうした措置は新政権が経済再建に必要な財政均衡を実現できるかどうかについて、大きな疑問を投げかけるものである。

第三は、政府債務処理の問題である。アルゼンチンの政府債務は、2001年末で1321億ドルであり、通貨別の構成は、ドル(72%)、ユーロ(18.6%)、円(4.7%)、ペソ(3%)であった。また、非居住者による保有は793億ドルで、居住者による保有は528億ドルであり、対外債務を非居住者による保有とすると全体の60%が対外債務となる。なお、2002年第 四半期には1413億ドルに増加すると見込まれている。

こうした巨額の政府債務の債務借り換えや債務削減が実現しなければ、アルゼンチンは今後も国際金融市場に復帰できない。アルゼンチン政府債務のデフォルト処理は、これからのIMFとの交渉に依存しているが、IMFがどのように対処するのが注目される。アルゼンチン政府はIMFに対して、150億ドルから200億ドルの支援融資を要請すると見られているが、IMFとしてはアルゼンチン政府が極めて厳格な財政健全策を策定し、切り下げにともなうコストと痛みをアルゼンチンが負担しない限りそうした支援に応じることはできないであろう。現在、IMFでは「秩序ある国家破産」に向けてクルーガー筆頭副専務理事の私案が検討されている。これは、企業の破産制度に対応するスキームで、IMFに債務支払停止、債権保全、債権者との交渉などの手続に法的権限を与えようとするものであるが、実現するには条約の改正などが必要で、数年がかりの作業となると予想されており、今回のアルゼンチンのケースには間に合わないと考えられている。

ところで、今回のアルゼンチンの破綻に関し、IMFは必ずしも首尾一貫した政策を実施してきたとはいえない。一方で、デフォルトと切り下げが不可避であるにもかかわらず、過去2年間で110億ドルもの資金を供与したのに対し、他方で、深刻な景気後退にもかかわらず厳しい引き締め要求し、アルゼンチンが借り換えを実施中にその裏付けとなる資金供与を拒否しデフォルトに追いやったからである。アルゼンチンには、IMF主導の経済自由化政策が経済破綻をもたらしたとする反発も多いだけに、IMFの今後の対処は極めて難しいといえる。新政権は、大衆迎合的・ナショナリスト的なポピュリスト体質をもつ正義党を主体とする政権であり、IMFから新規融資を引き出した後に保護主義的な政策に回帰する危険性が指摘されている。ちなみに、IMFは1月16日の理事会で、17日に返済期限が到来する9.3億ドルについて一年間の返済猶予を決定している。

第四は、アルゼンチン危機の他国への影響である。メキシコ、ブラジルなどの周辺国は既にドルペッグから変動相場制に移行していること、市場関係者も危機を織り込んで事前の対策を取っていることから、その影響は限定的であるとされる。しかし、スペイン企業への影響が懸念されている。BIS(国際決済銀行)によると2001年6月末のアルゼンチン向け銀行融資残高は、スペインが176億ドルで、二位の米国の101億ドルを上回っている。とくに、サンタンデルとビルバオ・ビスカヤの二大銀行、テレフォニカ、エンデサ、レプソルなどの大企業が積極的にアルゼンチンに進出している。これらの企業だけでマドリッド株式市場の価値の四分之三を占めることから、これらの企業の業績悪化がスペイン経済やユーロに与える影響が危惧される。

他方、米国銀行に関しては、ブルームバーグの調べによると、フリートボストンは2001年第 四半期の終わりに、アルゼンチンに73億ドルものエクスポージャーがあるとされて

いる。また、J・P・モルガン、チェースなどのアメリカ銀行もかなりの貸付を行っているとされる。一方、2001年6月末のBISデータによると、邦銀のアルゼンチン政府向け貸付は3億9000万ドル、対アルゼンチン民間貸付は13億1000万ドル、合計17億ドルであり多くない。いずれにせよ、こうした諸銀行は既に引当金の計上などによってリスクを織り込み済みであると考えられるが、サムライ債を購入した民間投資家の損失は避けられない模様である。アルゼンチン政府が日本で発行した円建て債券（サムライ債）の残高は1915億円で、流通価格の目安である基準気配は額面100円に対し30円近辺となっている。2002年4月25日には、2000年9月に発行された円建て債の利払いが実施されなかったため、アルゼンチンの円建て債券が事実上デフォルトとなっているが、債権管理会社の東京三菱銀行は今後のアルゼンチンの動向を見守るとして、デフォルト宣言を見送っている。

第五は、政争激化の懸念である。既に切り下げによる生活困窮化を危惧する人々の抗議行動が続発しており、一触即発の状況である。国民の三分の一が貧困ライン以下の状況で、社会がどこまで切り下げに耐えられるかが焦点となっている。既に北部のサンタフェ州やフィフィ州では銀行襲撃事件が発生したと伝えられている。社会的混乱が政治的混乱を招けば、正義党内での政争が激化し、より大衆迎合的な政策が実施される可能性や、ドゥアルデ大統領の退陣の可能性も否定できない。こうなれば、経済再建に不可欠な財政健全化を実現することは極めて困難となる。MITのクルーグマン教授は、2002年1月1日のニューヨーク・タイムズの記事で、「IMFはドルペッグが持続可能ではないことを知っていた。ドルペッグから脱出するガイダンスが出来たはず。しかし、経済引き締めで固執した。・・・アルゼンチンは時計の針を戻し、為替コントロールや輸入制限などを採用する可能性がある」と述べ、アルゼンチンが保護主義的な政策に回帰する危険性を示唆している。結局、アルゼンチンの経済破綻とは、為替制度の問題ではなく、国内政治問題、社会問題であったことを再認識する必要があるといえる。

## おわりに

結局、1994年12月のメキシコのペソ危機、1999年1月のブラジル危機、そして2002年1月のアルゼンチン危機と、ラテンアメリカの主要国は全て通貨危機を経験することになった。しかし、それぞれ危機直前には為替制度などに異なる制度を採用していた。メキシコ、ブラジルはバンド制に基づく固定相場制、アルゼンチンはカレンシー・ボード制による厳密な固定相場、チリはバンド制による固定相場を採用していたがエンカへと呼ばれる資本流入規制を実施していた。しかし、メキシコ、ブラジルは通貨危機を契機に変動相場へと移行し、アルゼンチンもカレンシー・ボード制が崩壊し、結局変動相場へと移行した。チリも1998年9月に実質的に資本流入規制を取りやめ（強制預託比率を0%に）、1999年9月には変動相場へと移行している。したがって、メキシコ、ブラジルのように、国際マクロ経済学の基本理論に背き、固定相場制、自由な資本移動、金融政策の独立性を同時に追求していた諸国も、この基準を満たすと考えられていたアルゼンチン（カレンシー・ボード制によって金融政策の独立性を放棄していた）、チリ（エンカへによって資本移動を制限していた）も、最終的に変動相場へと収斂した。

こうしたラテンアメリカ諸国の通貨危機（チリを除く）は、アジア諸国のそれと比較し

て、いずれも財政赤字の存在と為替レートの過大評価を基本的な原因としている<sup>2</sup>。したがって、今後のラテンアメリカ諸国は、変動相場のもと、財政の規律を実現し、インフレーション・ターゲティング政策など適切な金融政策を実施することが要求されているといえる。同時に、貿易自由化、民営化などと共に、遅れている労働市場の改革を進め、国際競争力の改善を図る必要がある。様々な政策改革の整合性を維持し、市場メカニズムの機能を改善することによって初めて、改革の成果を現実のものとするのが可能となるからである。結局、政策改革の非整合性、制度的整備の遅れとして、通貨危機という形で政策改革の矛盾が強制的に調整されることになったのが、アルゼンチンのケースといえる。

ところで、今後のアルゼンチンの動向を左右する重要な要因の一つとして注目されるのが、IMFのアルゼンチンへの対応である。現在、既に合意されているアルゼンチンへのIMFの融資枠のうち、90億ドル分が残されているとされるが、2001年末から融資は止まったままだ。IMFの調査団が2002年3月6日からアルゼンチン入りし、経済政策の詳細を調査しているが、IMFが問題とするのはペソ化に伴う措置と、2002年度の政府予算である。

変動相場への移行によって為替レートが切り下がれば、民間が有する債務契約の80%がドル建てであることから、家計や企業が深刻な打撃を受ける。このため、ドル建て債務を保有する債務者の保護が必要となり、ドル債務を1ドル=1ペソの比率でペソ建て債務へと転換し、他方、ドル建て預金は1.4ペソでペソ建てに転換することになっている。だが、こうした措置は銀行に巨額の損失をもたらす。銀行にとっての資産(貸出)には1ドル=1ペソが適用されるのに対し、負債(預金)には1ドル=1.4ペソ以上のレートが適用されるため、ペソで計れば大きな損失となるからである。現地報道では、金融機関の損失は200億ドルに達するといわれている。したがって、多くの金融機関の閉鎖、統廃合が予想され、場合によれば深刻な金融危機を招く事態となる。現実にも、既に最大手のガリシア銀行が、景気後退と切下げによる対外債務拡大で経営が破綻し、中央銀行に債務免除などの救済策を要請する事態となっている。政府は、金融機関の損失を国債で補填することや、石油輸出税の導入による財源で救済することを検討しているとされる。しかし、前者は財政赤字を拡大し、後者は外資企業に大きな負担を強いることになる。IMFは、こうした金融・産業界に大きな負担を押し付けるやり方を持続的成長の観点から疑問視している。

いま一つIMFが問題視するのは、非現実的な2002年度の政府予算案である。2月5日に発表された同予算案は、経済成長率をマイナス4.9%、インフレ率を15%、2001年と同レベルの税収を前提として作成されており、財政赤字は30億ペソ(2001年は約100億ペソ)に抑えるとしている。国連ラテンアメリカ経済委員会の予想では、2002年のアルゼンチンの成長率はマイナス7%であり、IMFはこのような非現実的な予算案の改善を求めている。

市場の予想では、アルゼンチン政府がIMFの要求するプログラムを作成するには時間がかかるため、交渉が再開され合意が成立するには数ヶ月を要するとしている。ただし、財政赤字の重要な要因であった各州への資金移転に関し、2月27日に中央政府と各州の間でその減額について合意が成立したことは、交渉に向けて一歩前進したことを意味する。また、3月8日に世界銀行がアルゼンチンに対し、医療や教育分野に約1億ドルの緊急融資

---

<sup>2</sup> アジアとラテンアメリカの通貨危機の比較は、西島章次・Tonooka[2002]、Nishijima[2003]を参照。

を決定したが、デフォルト以来、初めての国際機関による支援融資であり、好材料であるといえる。いずれにせよ、アルゼンチン政府としては、救済融資が実現しなければ、預金引出制限を緩めることはできず、市民の抗議行動を静めることもできない。また、為替レートの安定、成長と雇用の回復、銀行危機の回避など、いずれも自力では解決できない状況となっており、多くの課題を抱えるアルゼンチンが経済再建を実現できるかどうかは、IMFの対応に大きく依存している。

だが、IMFはディレンマを抱えている。アルゼンチンの経済再建計画が十分でないと判断し支援融資を認めなければ、アルゼンチン経済はいっそう深刻化する。反対に、現在の危機的状況に対し融資を行ったとしても、持続的成長を保証するものでもない。いずれの場合もIMFは非難されるからである<sup>3</sup>。

---

<sup>3</sup> その後のアルゼンチン経済の展開は、西島章次「IMFがカギを握るアルゼンチンの今後」『世界週報』2002年4月2日、「破綻後も前途多難のアルゼンチン経済」『世界週報』2002年1月29日、「崖っぷちのアルゼンチン経済」『世界週報』2002年1月1日を参照。

## 参考文献

- 西島章次『現代ラテンアメリカ経済論 - インフレーションと安定化政策』有斐閣、1993年。
- 西島章次・K.Tonooka『90年代ブラジルのマクロ経済の研究』神戸大学経済経営研究所研究叢書 No.57、2002年。
- Shoji Nishijima, “Currency Crisis in Asia and Latin America,” in Peter Smith, Kotaro Horisaka, and Shoji Nishijima eds., *East Asia and Latin America: The Unlikely Alliance*, Rowman & Littlefield, forthcoming in February 2003.