

アルゼンチン

デフォルト後の経済見通し

ジェットロ海外調査部中南米課 伊藤 晃

2014年7月にアルゼンチンを襲ったテクニカル・デフォルトは、短期間で解消される可能性は低い。債務再編時の合意条項であるRUFO (Rights Upon Future Offers) 条項と国債交換のための新法、国外からの投融资増加というキーワードを軸に、今後のアルゼンチン経済を見通す。

原因は未解決債務

今回のテクニカル・デフォルトは、2001年12月にアルゼンチン政府が公的債務の返済を全面的に停止し、デフォルトを宣言したことに端を発する。当時デフォルトした債務は国債や外国政府からの借款など、合計で1,300億ドル超とされる。1米ドル=1ペソの固定相場制を採用していたアルゼンチンは、1999年のブラジルの通貨切り下げで輸出競争力が減退。かねて抱えていた財政赤字と公的債務の拡大に外国資本流出が重なり、返済資金不足によるデフォルトに陥った。

01年と02年にはマイナス成長を記録したが、その後ペソの対ドル為替レート切り下げや農産物の国際価格上昇による好調な輸出を背景に、国際収支が改善。

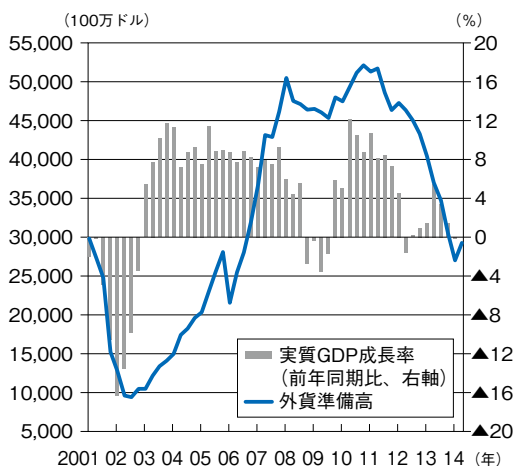
03~12年までの10年間は年平均6%超の経済成長を記録し、外貨準備高も急増した(図1)。05年と10年に、政府はデフォルトした旧国債を、新規に発行する国債と交換する債務再編を実施。92.4%の債権者がこれに応じた。06年にはIMFに対し95億3,000万ドルの債務を返済するなど、経済成長とともに債務を縮小している。13年の債務残高はGDP比46.9%(図2)、BRICS(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ共和国)と比べても遜色のない水準となった。

返済が進む中、未解決だった一部の債務問題が今回のテクニカル・デフォルトを引き起こす原因となった。07年、再編に応じなかった旧国債を保有するNMLキャピタルなどのヘッジファンドが、全額返済を求め米国で裁判を起こしたのだ。14年6月16日に米連邦最高裁が判決を確定、アルゼンチン政府に対し13億3,000万ドルの返済を命じた。また、複数の債権者に対し返済の優先劣後を設けないとするパリパス(Pari Passu)^{注1}条項を適用し、原告に返済を行わない限り、再編済み国債に関する支払いを禁じた。最終的に政府が判決に従わなかったため、6月30日に予定されて

いた利払いが差し止められた。その後、デフォルトと認定されない30日間の猶予期間中も和解には至らず、7月30日以降、主要格付け機関がアルゼンチンの状態をテクニカル・デフォルトと認定した。

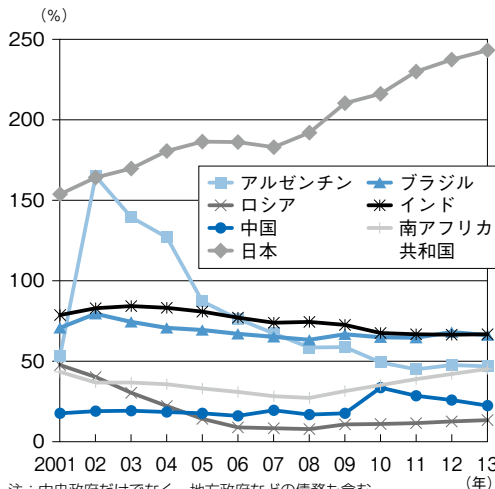
債務再編で発行された4種の国債(表)

図1 四半期別実質GDP成長率と外貨準備高の推移



注：横軸の目盛り位置は各年第1四半期
 資料：国家統計センサス局 (INDEC)、アルゼンチン中央銀行を基に作成

図2 一般政府総債務残高(GDP比)の推移



注：中央政府だけでなく、地方政府などの債務も含む
 出所：IMF

表 再編済み国債の種類と2014年の利息 (単位:100万ドル)

国債の種類		利息支払い額			
名称および発行通貨、準拠法	償還年	3月	6月	9月	12月
PAR					
ペソ建て(アルゼンチン法準拠)	2038年	191	-	191	-
ドル建て		6	-	6	-
米国法準拠		84	-	84	-
アルゼンチン法準拠		67	-	67	-
ユーロ建て(英国法準拠)		16	-	16	-
円建て(日本国法準拠)		101	-	101	-
DISCOUNT					
ペソ建て(アルゼンチン法準拠)	2033年	-	908	-	908
ドル建て		-	145	-	145
米国法準拠		-	450	-	450
アルゼンチン法準拠		-	231	-	231
ユーロ建て(英国法準拠)		-	220	-	220
円建て(日本国法準拠)		-	310	-	310
CUASIPAR(ペソ建て、アルゼンチン法準拠)	2045年	-	200	-	200
GLOBAL(ドル建て、米国法準拠)	2017年	-	42	-	42
合計		191	1,150	191	1,150

注1: GLOBALの支払期限は6月2日と12月2日。それ以外の国債は各月末
 注2: 円建てのPARは3月と9月が利息支払い月だが、各回とも利息額が50万ドル未満のため、本表では0と表示
 出所: 経済財務省傘下の金融庁

は、それぞれ利息、償還方法、準拠法、額面の通貨が異なる。今回支払いが差し止められたのは、毎年6月30日と12月31日が利払い期限である国債「DISCOUNT」だ。支払いを仲介する金融機関の判断などによって米国法、英国法、日本国法に準拠する利払いが差し止められている。アルゼンチン法に準拠する「DISCOUNT」の利息は米司法当局から支払いが許可されたという。

デフォルトの短期解消は困難

アルゼンチン政府は「将来、より良い条件での債務返済を申し出ない」というRUFO条項を債務再編時に取り決めている。そのため全額返済という要求には応じられない。RUFO条項は14年末で有効期限が切れることから、15年からは過去の条件に縛られない返済が可能だ。その場合、原告以外の旧国債保有者からも全額返済を求められる恐れがあり、大統領は一貫して原告の要求に応じない姿勢を示す。

14年9月11日、他国法に準拠する再編済み国債を、アルゼンチン法もしくはフランス法に準拠する国債と交換する法律が国会で可決された。同法は米国の司法管轄から逃れることを目的としており、ニューヨークメロン銀行が支払いを仲介する米国法と英国法に準拠する「DISCOUNT」の支払いを、アルゼンチン国立銀行グループが代行することも規定している。交換対象にフランス法準拠の国債が含まれる背景には、NMLキャピタルがフランスの裁判所で起こした旧国債の返済を求める訴えが、13年に退けられたという事実がある。債権者にとって一見有利に見える新法だが、米司法当局とのさらなる係争をもたらすとの懸念や実効性を疑問視する声もあり、国債交換に応じる債権者は少ないと予想される。

新法が成立してもRUFO条項の有効期限が切れる15年以降にあらためて原告との交渉が図られる可能性は残る。しかし、現政権下の15年12月までは和解によるデフォルト解消は難しいとみられる。

投融资増加で期待される経済成長

01年のデフォルトと大きく異なる点は、資金不足によるデフォルトではないことだ。とはいえ、11年以降、国際収支の悪化で外貨準備高が再び減少し、輸

入規制が実施されるなど先行きに不安は残る。

そんな中、外国政府からの融資増加が期待されている。14年5月にパリクラブ（主要債権国会議）に対する総額97億ドルの債務返済が合意された。7月には第1回目として6億4,200万ドルを返済。今後も合意どおりに返済が進めば、01年以来滞っていた日本を含むパリクラブメンバー国からの融資再開が期待できよう。また、中国の習近平国家主席が14年7月にアルゼンチンを訪問した際、110億ドル相当の通貨スワップ協定、水力発電所建設や貨物鉄道修繕などに関する計75億ドルに上る融資協力が合意された。

エネルギー分野における対内直接投資増も、今後の経済を見通す重要な要素だ。世界第2位の埋蔵量を誇るシェールガス開発に関し、13年以降シェブロン（米国）、ヴィンターズハル（ドイツ）、ペトロナス（マレーシア）などによる大型投資発表が相次ぐ。これらの投資はエネルギーの自給自足と貿易黒字拡大をもたらすし、外貨準備高の増加や経済成長の伸びにつながる。

政府の問題である国債のデフォルトが、民間企業に与える影響については専門家でも意見が分かれる。悲観的な予測もあるが、豊富な天然資源や農産物などアルゼンチンが秘める経済発展の要素は多い。14年12月には、約5年ぶりとなる日亜経済合同委員会注2がブエノスアイレスで開催される。今後の経済成長を見込み、日本経済界も動きを活発化させるようだ。 JA

注1: ラテン語で「同一の手段で」の意。「債権者平等条項」などと訳される。
 注2: 日本側事務局は日本商工会議所と東京商工会議所。