

アルゼンチン化するギリシャ救済策

発表日：2011年5月27日(金)

～IMFはアルゼンチン危機から何を学んだのか？～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 1990年代後半～2000年代初頭のアルゼンチンの通貨・債務危機と今回のギリシャの財政危機の間には多くの共通点がある。危機の原因としては、固定為替相場制による弊害が対外収支の不均衡拡大につながったこと、政治腐敗と財政規律の形骸化。危機発生後の財政再建を困難にした為替レートの固定化、緊縮財政による景気の低迷。支援途上での資金繰り危機の再来と、デフォルト回避のための追加融資、既存債務の返済繰り延べなどによる時間稼ぎ。度重なる追加緊縮策による社会・政情不安など。
- ◇ 昨年来のギリシャ財政危機の一連の展開は、さながらアルゼンチン危機時のフラッシュバックを見ているかのようだ。最終的にアルゼンチンはデフォルトを宣言、固定為替相場制を廃棄し、大規模な債務再編を実施することになった訳だが、それがギリシャの行く末を暗示しているのだろうか。少なくとも現状の時間稼ぎ策が行き詰まることは間違いがない。

■ 救済開始後も危機克服に難儀するギリシャ

EUとIMFが昨年5月にギリシャ救済を開始してから1年余りが経過した。ギリシャ政府は3年間で総額1,100億ユーロの支援融資の提供と引き換えに、厳しい財政・構造改革プログラムの履行を約束。2009年に15.4%に達した一般政府の財政赤字のGDP比率を2014年までに3%以下に引き下げる必要に迫られている。これまでに、付加価値税や各種物品税の税率引き上げ、所得・法人税の控除廃止などの歳入増加策に加えて、公務員の給与・手当、公的年金給付、その他公的支出などの歳出削減に取り組んできた。

厳しい財政緊縮措置の結果、2010年の財政赤字のGDP比率は10.5%に低下。単年度の赤字削減幅としては4.9%ポイントと相当な規模に達したが、景気の下振れによる税収低迷などが響き、当初計画(9.6%)からは未達に終わった。こうした政府による財政再建努力にもかかわらず、2012年初には再び資金繰り難に直面することが避けられず、現在、EUとIMFが追加支援を協議している。

EUとIMFによる既存のギリシャ支援パッケージは、2010年央～13年央の3年間にギリシャ政府が必要とする財政不足の全額を支援する訳ではなく、必要資金の一部を政府が資本市場で自力調達することを前提に作られていた。ギリシャ政府は2012年以降の中長期債の発行再開を目指していたが、救済開始後も市場金利の一段の高騰が続いており、市場復帰の道は断たれている。このままでは、2012～13年の間に市場調達を計画していた600億ユーロ余りの金額が不足することになり、政府は資金繰りに行き詰まる。

さらには、6月に予定される既存の支援パッケージに基づく第5回目の融資提供に際して、向こう1年間の借り換え保証が提供されない限り、IMFは金融支援の提供を保留する可能性があるとも伝えられ、来年を待たずにギリシャが資金繰りに行き詰まるリスクも否定できない。

追加の金融支援に当たって、ギリシャ政府は一段の財政緊縮と国有資産の売却加速を求められている。政府・与党は780億ユーロ規模の歳出削減と民営化加速を計画しているが、野党は協力を拒否。民営化計画

に反対する国有企業の労働組合が24時間ストを計画しているほか、追加緊縮措置の是非を問う国民投票の実施の噂も出るなど、政治的な緊張が高まっている。EUとIMFはギリシャが追加措置を実施することを条件に、既存の支援融資の返済を繰り延べるとともに、融資金利の緩和などに応じる構えだ。また、ギリシャ向け債権を保有する民間投資家に対しては、国債の償還期日の繰り延べや融資の引き揚げ自粛を促すなど、一定の負担共有を求めることも検討課題として挙がっている。

こうしたギリシャの財政状況を取り巻く環境と追加支援に至る経緯は、固定為替相場制による対外不均衡の拡大と対外累積債務の拡大、対外競争力の回復手段の欠如、IMF管理下での財政再建の失敗、相次ぐ政治混乱、追加融資や債務交換による延命策、デフォルト、通貨切り下げ、債務再編といった1990年代末～2000年代初頭のアルゼンチンの債務危機を思い起こさせる。そこで以下では、アルゼンチン危機の経緯を振り返ったうえで¹、ギリシャ財政危機との類似点を整理する。

■ アルゼンチンの債務危機の顛末を振り返る

長年ハイパーインフレに悩まされてきたアルゼンチン経済は1991年からカレンシーボード制を採用し、自国通貨ペソを米ドルと1対1の交換比率で固定化した（ドル・ペッグ制）。通貨安定によるハイパーインフレの抑制に成功、1992年のブレイディー債発行による債務水準の引き下げ（アルゼンチンを始めとした中南米経済は1980年代にも累積債務危機に直面していた）と資本流入の再開、規制緩和や民営化などの各種構造改革も実を結び、テキーラ危機（メキシコが固定為替相場制の放棄に至った通貨危機）の余波を受けた1995年を除いて高成長を実現、政府財政は1993年には一時的に黒字化した。

だが、歳出拡大圧力の高まりを受け、1994年後半以降は財政赤字が再び拡大。折りしも、アジア、ロシア、ブラジルで相次いで通貨危機が発生。新興国市場への資本流入が急萎縮し、アルゼンチンでも市場金利が急騰した。憲法規定に違反して三選を目指すメナム政権への政治不信、ブラジルの通貨レアル切り下げによる輸出競争力の悪化も重なり、1998年後半以降、アルゼンチン経済は深刻な景気後退と資本流出に見舞われた。景気低迷の影響に加えて、債務再編の一環で1990年代初頭に低金利で調達した債務が満期を迎え、高金利での借り換えを余儀なくされたことで利払い負担が嵩み、同国の財政状況は一段と悪化した。

1999年10月に発足したデラルーア政権は大幅増税と公務員給与の削減などの財政再建策を打ち出したが、景気低迷の影響もあり、政府債務の増加に歯止めを掛けることが出来なかった。債務の返済可能性に対する信頼が揺らぐなか、アルゼンチン政府は2000年12月にIMF、スペイン政府、世界銀行、米州開発銀行との間で2001-02年中に総額197億ドルの信用供与を受けることで合意（民間銀行にも参加を要請）。ただ、この支援プログラムは同期間中にアルゼンチン政府が必要とする政府資金の全てを賄うものではなかった。緊急融資によって市場の動揺は一時的に収まったが、2001年春頃になると4・5月中に償還を迎える総額40億ドル相当の国債の借り換え難に直面するとの観測が台頭。財政再建計画の未達が明らかとなったことも加わり、市場の不安心理が再燃した。

マッキーナ財務相に代わって2001年3月に就任したマーフィー財務相は20億ドル相当の追加歳出削減策を発表。財政再建を当初の計画軌道に復帰させることを目指したが、政治的な反発に会い、僅か2週間で辞任に追い込まれた。後を継いだカバロ財務相（カレンシーボード制の生みの親）は、財政赤字の計画下振れが景気低迷によるものとし、減税による景気浮揚策を打ち出した。さらに、輸出競争力の回復を図るため、ドルとユーロの通貨バスケットによる新たなペッグ制を採用すると同時に、輸入関税と輸出補助金

¹ アルゼンチン債務危機の経緯に関する記述は主に Sturzenegger, Federico and Zettelmeyer, Jeromin. 2006. *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crisis*. Cambridge. MIT Press を参照した。

を導入した。こうした措置は事実上の通貨切り下げと看做され、同国の通貨制度への不信感を招いた。中銀総裁の辞任も重なり、市場の信頼回復に失敗した。海外投資家による国債購入の再開が望めないなか、2001年4・5月の国債償還は国内の民間銀行が国債発行を引き受けることで何とか乗り切った。政府はさらに地方債の借り換えにも応じるように促したが、国内投資家の購入意欲にも翳りがみられ、4月末には政府短期証券の発行計画を断念。市場では通貨切り下げやデフォルトに追い込まれるとの見方が高まった。

2001年6月、政府はデフォルト回避の秘策として、大規模な債務交換による既存債務の償還期限の繰り延べと当座の利払い負担の軽減策を打ち出した（メガ・スワップ）。対象となった債券は、短・中・長期合わせて額面650億ドル。債務交換は自発的なもので、債務再編には当たらないと説明された。650億ドルの対象債券のうち、実際に債務交換が行なわれたものは290億ドル。償還期限の先送りにより、当初5年間の政府の債務返済負担は160億ドル程度軽減された。

こうした大規模な債務交換の結果、市場金利は一時的に低下したものの、2001年7月に入ると中央政府の税収を保証の裏付けとする地方自治州債が借り換え難に直面。市場の不安心理の再燃を受け、カバロ財務相は財政規律の逸脱に対し公務員給与と公的年金給付の削減を法的に認める「財政均衡法」を導入した。だが、厳しすぎる財政規律の導入が必ずしも財政収支の改善にはつながらないとの見方から、市場金利は一段と上昇。同時に、政府財政への不信感は、政府債務の借り換えに応じた国内銀行にも波及。大規模な預金流出と対外資本の国外逃避が発生した。

2001年8月、政府の自助努力は限界に達し、IMFが追加支援を決定。40億ドルの緊急融資をするとともに、米国財務省の求めに応じ、高金利の発行済み国債の買戻しや新発債への保証提供による低金利での調達などに、資金を振り向ける方針を決定した。

税収の大幅下振れが明らかとなり、カバロ財務相は2001年10月に二段階での（第一段階で国内投資家に、第二段階で海外投資家に対して）自発的な債務交換を求めることで債務負担の軽減が必要と判断。第一段階では、アルゼンチン国債を保有する国内投資家に対して、既存の国債よりも利回りが低く、償還期限を延長した新たな国債との交換を提案。新たな国債には金融取引税を裏付けとする政府保証が付され、交換後の国債の支払い条件が将来変更された場合には、当初保有していた国債の返済条件が復元されるとの条件が付けられた。こうした債務交換による当初の返済条件の変更は債務の一部不履行を意味する「選択的債務不履行（Selective Default：SD）」に該当するとされ、2011年11月にスタンダード&プアーズ（S&P）は同国債を格付け上のデフォルトと認定した。

国内投資家に次いで、海外投資家向けの第二段階の債務交換が行なわれることはなかった。債務交換後も政府の財政改善は計画を下振れし続け、IMFが次回融資の履行を保留することが伝わると、金融機関から預金流出が加速。政府は12月1日に外国為替市場の閉鎖と預金封鎖を発表。預金封鎖に対する抗議行動や略奪事件が発生するなど社会状況が悪化。非常事態宣言が発令され、カバロ財務相、デラルーア大統領は12月19・20日に相次いで辞任に追い込まれた。

暫定政権を預かったロドリゲス・サア大統領は2001年12月24日、全ての政府債務の支払いを停止すると発表、国債のデフォルトを宣言した。政権抗争の事態収拾に失敗した同大統領は就任から僅か10日後に辞任を発表。新たに就任したデュアルデ大統領はペッグ制の維持を断念、40%の通貨切り下げを発表した。ドル建て債務を抱える国内の家計や企業の救済のため、2002年3月には全てのドル建て債務がペソ建てに交換された。これにより銀行の経営悪化に拍車が掛かり、政府による救済が実行された。

2002年央になると、危機は終息の兆しを見せる。大幅な通貨切り下げによって輸出競争力が回復、対外資本の流出にも歯止めが掛かった。雇用環境が改善し、社会的緊張も和らいだ。政府は2003年5月の総選挙の実施を決定、政情不安の沈静化にも動き出した。2003年初頭にはIMFとの間で総選挙までの当座の

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

資金繰り支援で合意。2003年5月に発足したキルヒナー政権は、9月中旬にIMFとの間で今後3年間の融資返済の繰り延べで合意に達した。

一方、債権者との再編交渉は難航した。政府は2003年9月に、元本の75%削減や延滞金利の支払い免除を求める債務再編計画（ドバイ・ガイドライン）を発表。2004年4月に複数の債権者グループとの再編交渉を開始したが、民間債権者の合意は得られなかった。6月にはヘアカット率に応じた割引価格や通貨が選択可能な債務交換案を提示（ブエノスアイレス提案）。2004年11月には同提案をさらに修正し、元本の70%程度の削減と償還期限の最長2033年までの繰り延べを求める最終提案が提示され、債権者の76%（818億ドルの対象債務のうち623億ドル）がこれに合意した。最終的な債務交換は2005年1～2月に行なわれ、同国の債務残高は大きく減少した。

債務交換による政府債務の削減を受け、国債利回りが低下したほか、格付け会社が同国債を格上げするなど財政危機は沈静化。通貨の大幅切り下げによる輸出競争力の回復、世界景気の回復持続、主要輸出品である大豆価格の上昇などを支えに、2003～07年にかけては毎年8%を上回る高成長を記録した。2006年1月にはIMF向けの債務を全額返済。2005年の債務再編に参加しなかった民間債権者との間の債務交換交渉が現在も続いており、国際金融市場への復帰は道半ばにある。

■ 不気味に似通う両危機のエピソードの数々

以上見てきたように、1990年代後半～2000年代初頭のアルゼンチンの通貨・債務危機と今回のギリシャの財政危機の間には多くの共通点がある。危機の原因としては、固定為替相場制による弊害が対外収支の不均衡拡大につながったこと、政治腐敗と財政規律の形骸化。危機発生後の財政再建を困難にした為替レートの固定化、緊縮財政による景気の低迷。支援途上での資金繰り危機の再来と、デフォルト回避のための追加融資、既存債務の返済繰り延べなどによる時間稼ぎ。度重なる追加緊縮策による社会・政情不安。昨年来のギリシャ財政危機の一連の展開は、さながらアルゼンチン危機時のフラッシュバックを見ているかのようだ。最終的にアルゼンチンはデフォルトを宣言、固定為替相場制を廃棄し、大規模な債務再編を実施することになった訳だが、それがギリシャの行く末を暗示しているのだろうか。少なくとも現状の時間稼ぎ策が行き詰まることは間違いない。

ちなみに、IMFはアルゼンチンの危機後に自身の関与を振り返って、そこから教訓を得ることを目的とした報告書や提言を幾つか公表している²。一例を挙げると、状況悪化が様々な角度から明らかとなり、IMF自身もそれを認識していたにもかかわらず、IMFは追加支援を提供し、それによりアルゼンチンの状況打開に“お墨付き”を与えてきた。IMFの融資引き上げがもたらす短期的なコストは大きい、既存のプログラムが成功する可能性が低い事実を受け止めるべきであった。そうした観点からも、債務の持続可能性の検証をより重視する必要がある。そして債務の持続可能性がないことが明らか場合には、時期を得た債務再編を可能にしなければならない。翻ってギリシャをみると、市場の不信感の背景には、固定相場制の下で競争力の回復が容易でないことや利払い負担の重さに鑑み、同国の債務の持続可能性が疑わしいと考えていることが背景にある。IMFはアルゼンチン危機の教訓から何を学んだのだろうか。その答えは6月初旬とされるIMFとEUの調査団の報告結果の発表で明らかとなる。

以上

² 例えば、Daseking, Christina, Ghosh, Atish R., Thomas, Alun H., and Lane, Timothy D. 2005. *Lessons from the Crisis in Argentina*. IMF Occasional Paper No. 236, Anne Krueger による NBER のコンファレンス（2002年7月17日）での講演「Crisis Prevention and Resolution: Lessons from Argentina」など。