

## アルゼンチン、民間債務再編も新型コロナウイルスの行方に懸念

～経済及び財政状況の悪化も懸念され、IMF との債務再編交渉の見通しも立ちにくい展開も～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- アルゼンチンは今年5月にテクニカル・デフォルトに陥ったが、その後の民間債権者との協議を経て民間債務について再編に至った。今後は2年前に支援合意に至ったIMF融資を巡って再編交渉が行われる。ただし、来年度予算案は極めて実現性に乏しい内容であり、債務再編を経てS&Pグローバルは格上げを実施したが、政局を巡る不透明さを理由に格下げを示唆するなど、そうした懸念が高まる可能性もくすぶっている。
- ペソ相場については、債務再編を受けて中銀が今月初めに管理フロート制に移行する一方、通貨安定に向けた取り組みを強化したものの、依然としてペソ安圧力は収まっていない。新型コロナウイルスの感染拡大が影響しており、医療ひっ迫や医療崩壊が懸念されるなど事態収束の見通しが立たず、实体经济への悪影響も必至である。IMF との債務再編交渉の行方も見通しが立ちにくい状況に陥ることも懸念されよう。

アルゼンチンは、今年5月に支払い期限を向かえた利払いを巡って、米機関投資家などを中心とする債権者団との債務再編協議を理由に支払い能力を有するにも拘らず支払いを拒否する「テクニカル・デフォルト」を選択したため、6年ぶり9度目となるデフォルト（債務不履行）に陥った。その後はアルゼンチンと債権者団との間で条件を提示しあう形で債務再編交渉を実施し、アルゼンチン政府が提示した『最終案』について債権者団との間で『原則合意』に至るとともに（詳細は8月19日付レポート「[アルゼンチン、債務再編合意も経済の先行きは依然見通せず](#)」をご参照下さい）、最終的に93.55%の債券保有者の支持を得ることで債務全体の98.8%が再編された。この結果を受けて、9月に米格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ・グローバル・レーティング（S&Pグローバル）は同国に対する長期信用格付を「SD（選択的デフォルト）」から「CCCプラス」に引き上げており、ここ数年に亘って悩みの種となってきた債務再編問題は解消された。一方、アルゼンチンは2年前にIMF（国際通貨基金）から過去最大の支援を受け入れたが（詳細は2018年9月27日付レポート「[アルゼンチン、IMFとの新たな合意で一息付けるか](#)」をご参照下さい）、足下では当該支援を巡る利払いなどが資金繰りのひっ迫要因となる懸念が出ており、民間債務を巡る再編交渉終了を受けてアルゼンチン政府はIMFとの間で債務再編交渉に入った。なお、2018年にIMFが合意した融資枠571億ドルのうち約440億ドル分の融資がすでに実施されており、アルゼンチン政府は景気後退局面が長期化する可能性を前提に2021～24年の支払いスケジュールについて再編を求める姿勢をみせるなど、今後の交渉で詰めの協議が行われる見通しである。アルゼンチン政府が先月公表した来年度予算案では、来年の経済成長率を+5.5%とする前提に加え、歳入増加や歳出削減を盛り込む形で財政赤字をGDP比▲4.5%とする野心的な内容が示される一方、財政赤字の一部を中銀が補てんする『財政ファイナンス』が実施される見通しとなっている。しかし、現実には新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の感染拡大に伴う景気減速などを受けて政

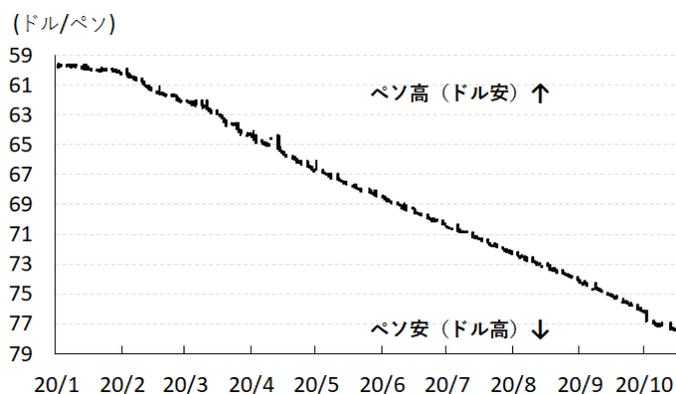
権支持率が低下するなか、失業対策費の削減や公共料金の引き上げなど国民に不人気の政策に動く必要に迫られる可能性があるなど現実性に乏しいといった問題を抱える。上述の通り S & P グローバルは民間債務再編を理由に格上げを実施したものの、同時に「政局に関する予期しないネガティブな展開を受けて景気見通しや財政見通しが悪化すれば、格下げに動く可能性がある」と指摘し、「仮にこうしたシナリオに沿った動きとなれば脆弱な国内投資家の信頼感に著しく打撃となるとともに、ペソ建債券市場へのアクセスが損なわれ得る」とするなど厳しい見方を示している。事実、足下の景気減速は新型コロナウイルスの感染拡大という政権と直接関係のない要因が大きく影響している一方、昨年末に国民からの支持を集める形で発足したフェルナンデス政権は事前には強硬に債務再編を求める姿勢を示していたにも拘らず最終的に合意に向けて譲歩に動いたことで支持率も急低下しており、政権は早くも苦境に立たされている。さらに、来年には議会の中選挙の実施が予定されており、政策運営によっては S & P グローバルが指摘する『政局に関するネガティブな展開』に陥る可能性も懸念されるため、フェルナンデス政権にとっては難しい政権運営を迫られる展開となることは避けられそうにない。

なお、通貨ペソ相場を巡っては IMF との合意に基づいてバンド制が採用されたものの、その後も公定レートと実勢レートが大きく乖離する事態を招いたため、中銀は事実上ペソ相場を各営業日ごとに一律で切り下げることで為替管理を強化する対応を迫られてきた。しかし、上述のように民間債務を巡る再編合意に至ったことを受けて、中銀は強制的な為替管理の必要性が後退するとの認識を示しており、今月 1 日付で「より大きな変動を許容する」として管理フロート制に移行した。一方、アルゼンチン政府は昨年に資金逃避の動きが加速したことでペソ安圧力が強まったことに対抗すべく

為替介入を実施して外貨準備が急減したことを受けて資本統制に踏み切ったが、その後も様々な形で資本規制を強化しており、投資家の間では政策運営を巡る疑念が高まっている。こうしたなか、中銀は今年だけで立て続けに 3 回も政策金利の L E L I Q 金利を引き下げるなど景気下支えを志向する一方、リバースレポ金利を引き上げることで貯蓄金利の調整によりペソ安圧力に抗

う姿勢をみせているものの、ペソ安圧力が収まる兆候はうかがえず公定レートと実勢レートの乖離が進んでいる。金融市場においては政府が通貨ペソ相場の切り下げ、ないし預金封鎖に動くとの懸念が高まるなか、フェルナンデス大統領は市場参加者とのビデオ会議で「そのようなことは決してない。我々はアルゼンチンが信頼を伴い成長を実現することを必要としている」と述べるなど火消しに躍起だが、不透明感は日増しに高まっている。こうした背景には、足下で新型コロナウイルスの新規感染者数が拡大傾向を強めており、累計の感染者数が 100 万人を上回り、米国、インド、ブラジル、ロシアに次ぐ水準となっている。ただし、人口規模（約 4480 万人）との比較では他の国々以上に厳しい状況に見舞われているとも判断出来る。累計の死亡者数は 2.6 万人強と感染者数と比較すれば小規模ではあるものの、感

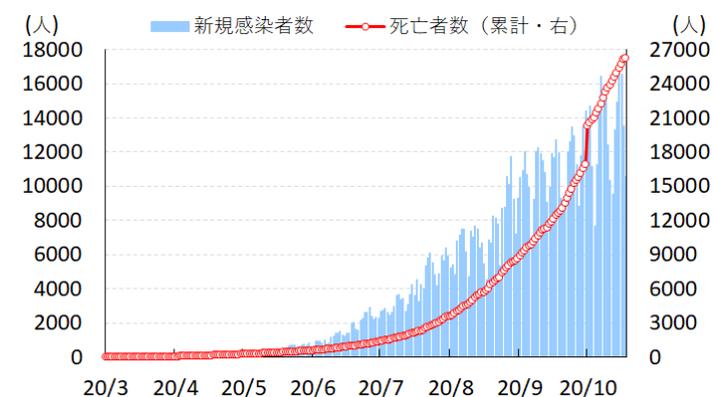
図 1 ペソ相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

感染者数が拡大の動きを強めるなかで死亡者数も拡大している上、3月以降に厳しい行動制限を課してきた政府が制限緩和に動いたことも重なり事態は急速に悪化の度合いを増している。足下の医療現場はひっ迫の度合いが増しているほか、一部の州では医療崩壊が懸念されるなど事態収束が困難になる可能性も高まっており、实体经济への悪影響も必至となっている。こうした状況も政権を取り巻く環境を一層厳しくすることも予想されるなど、アルゼンチン政府はIMFとの間で債務再編交渉に入ったものの、その行方も含めて極めて見通しが立ちにくい状況にあると判断出来よう。

図2 新型コロナの新規感染者及び死亡者(累計)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

以上

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、第一生命保険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。