

アルゼンチンのデフォルト懸念と 国際金融市場への影響

欧米調査部上席主任エコノミスト

西川 珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

- アルゼンチンは、過去の債務再編に応じなかったホールドアウト債権者への返済について2014年7月30日までに合意しなければ、2001年以来約13年ぶりのデフォルトに陥る危機に瀕している
- アルゼンチンの国際債券市場に占めるシェアの低下や、外国銀行のアルゼンチン向け与信残高の減少からみると、デフォルトした場合の悪影響は2001年のデフォルト時に比べ限定的とみられる
- ただし、足元のアルゼンチン債券・株式市場は、デフォルト回避を織り込んだ推移となっており、デフォルトに陥った場合の反動が大きくなるリスクには留意する必要がある

1. デフォルトの瀬戸際に追い込まれるアルゼンチン

(1) ホールドアウト債権者問題と高まるデフォルト懸念

アルゼンチンは、ホールドアウト債権者問題に関する米最高裁判所の判決（2014年6月16日）により、2001年11月以来約13年ぶりのデフォルト（債務不履行）の瀬戸際に追い込まれている。

2005年および2010年の債務再編に応じなかった債権者¹（ホールドアウト債権者）は、債務の全額返済（13.3億ドル）を求め、米国でアルゼンチン政府を提訴している。この裁判に関し、米ニューヨーク連邦地方裁判所（NY連邦地裁）は2012年2月、原告側の主張を認めてアルゼンチン政府に全額返済を命じる判決を下していた。ホールドアウト債権者に返済を行わない一方で、債務再編に応じた

図表1 ホールドアウト債権者問題の経緯

年	月	日	主な出来事
2012年	2月	23日	NY連邦地裁、ホールドアウト債権者への全額返済（13.3億ドル）を命じる判決。債権者の平等な扱いを定めたパリパス条項違反との判断
2013年	8月	23日	米第二巡回区連邦控訴裁、NY連邦地裁の判決を支持（最高裁の判決までホールドアウト債権者への支払いを留保）
2014年	3月	17日	Moody's、外貨建て長期債格付けをB3からCaa1に引き下げ（見通しStable）
	6月	16日	米最高裁、ホールドアウト債権者への全額返済を命じた判決を不当とするアルゼンチン政府の上诉を棄却
	6月	17日	S&P、外貨建て長期債格付けをCCC+からCCC-に二段階引き下げ（見通しNegative）
	6月	30日	支払い期限（ホールドアウト債権者13.3億ドル（利払いを含むと約15億ドル）、債務再編に応じた債権者への利払い5.4億ドル）⇒支払いできず、30日の猶予期間入り
	7月	1日	S&P、外貨建て長期債格付けをSD（選択的デフォルト）に引き下げる可能性を示唆
	7月	7日	アルゼンチン政府、調停人との協議のため代表団を米国に派遣
	7月	11日	アルゼンチン政府、調停人と2回目の協議実施

（資料）国際金融情報センター、各種報道より、みずほ総合研究所作成

債権者への支払いを行うアルゼンチン政府の対応は、債権者の平等な扱いを定めた条項（パリパス条項）に違反すると判断したためである。米最高裁の判決は、本件に対するアルゼンチン政府の上訴を棄却し、NY 連邦地裁の判決を確定させるものである²（図表1）。

米最高裁の上訴棄却により、アルゼンチン政府はホールドアウト債権者問題を解決しない限り、債務再編に応じた債権者に対する支払いを実行できなくなった。このため、アルゼンチン政府は6月30日を期日とする支払い（5.4億ドル）を実行することができず³、債務再編に応じた債権者に対する支払いは現在30日間の猶予期間に入っている。アルゼンチン政府は、猶予期間内にホールドアウト債権者と返済についての合意に達しない限り、債務再編に応じた債権者への支払いを実行できず、デフォルトに陥ることになる⁴。

（2）デフォルト回避に向けたアルゼンチン政府の対応

現時点では、アルゼンチン政府が最終的には判決に従い、ホールドアウト債権者と全額返済で合意することで、債務再編に応じた債権者への支払いが可能になり、デフォルトは回避されとの見方が優勢になっている。アルゼンチン政府は、ホールドアウト債権者との交渉中は、債務再編に応じた債権者への支払いを一時的に認めるなどの措置⁵を求めているが、これまでのところ本件を管轄するNY 連邦地裁はそうした提案を退けている。

アルゼンチン政府とホールドアウト債権者の交渉においては、返済の具体的条件が焦点になる。アルゼンチンは、2014年12月末を期限とするRUF0（Rights Upon Future Offers）条項により、過去の債務再編時よりも良い条件をホールドアウト債権者に提示することを禁じられている。このためアルゼンチン政府は、RUF0条項が失効する2015年以降に支払いを実施することで、ホールドアウト債権者に債務再編時よりも良好な条件を提示し、合意の余地を探るとみられる。原告側のエリオット・マネジメントのシニア・ポートフォリオ・マネージャーであるJay Newman氏は、アルゼンチン政府が交渉に応じ、具体的で真摯な対応を取るのであれば、時間的猶予を与える意向を示している⁶。

最終的にはデフォルトが回避されるという楽観論が広がっている背景には、アルゼンチン政府が国際金融市場への復帰をめざし、国際社会との関係改善を図る努力を重ねていることがある。具体例としては、①二国間投資保護協定上の義務違反に関する欧米5社への補償金の支払い（2013年10月）、②IMFの統計是正要請に応じた消費者物価・GDP統計の見直し（2014年2月・5月）、③スペイン系石油会社レプソルとのYPF国有化問題に関する補償の合意（2014年2月）、④二国間公的債務の返済延滞解消についてのパリクラブとの合意（2014年5月）、といった対応があげられる。ホールドアウト債権者との交渉決裂によりデフォルトに陥れば、こうした努力は水泡に帰すことになる。

金融市場では、デフォルト回避を織り込む動きがみられる。6月16日の米最高裁によるアルゼンチン政府の上訴棄却直後には、5年物CDSスプレッドがデフォルト懸念から一時2700bp台に急上昇し、今回支払い差し止め対象となっている2033年末に償還となるアルゼンチン国債の利回りも上昇した。しかし、デフォルト回避観測が高まるにつれ、いずれも低下している（図表2）。上訴棄却直後に約1割下落した株価（メルバル指数）も、ホールドアウト債権者との交渉進展期待から持ち直している。

2. デフォルト時の国際金融市場へのインパクト

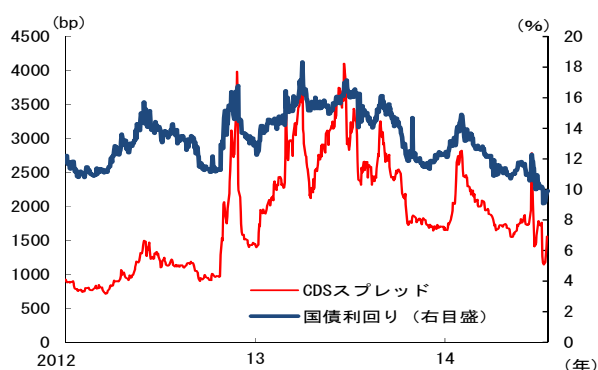
金融市場では「アルゼンチン政府はホールドアウト債権者との合意にこぎつけ、デフォルトは回避される」との見方が優勢だが、交渉が不調に終わり、デフォルトに陥るリスクは皆無ではない。アルゼンチン政府とホールドアウト債権者の交渉は、これまでNY連邦地裁が指名した調停人を經由した交渉にとどまっており(7月7日、11日)、ホールドアウト債権者が求める直接交渉は行われていない。

また、全額返済で合意した場合でも、追加訴訟の規模次第では、アルゼンチンが困難に直面する可能性は残っている。債務再編に応じなかったホールドアウト債権者は、今回の訴訟の原告以外にも存在する。アルゼンチン政府の対応次第では、こうしたホールドアウト債権者が追加訴訟を行う可能性がある。アルゼンチンの外貨準備は、継続的な為替介入の実施により2014年6月末時点で300億ドル弱まで減少している(図表3)。今回の訴訟にかかわる債務の全額返済(利払いを含む15億ドル)の後、追加訴訟が発生しないのであれば、外貨準備でも対応の余地はある。一方、原告以外のホールドアウト債権者が追加訴訟を起こした場合、150億ドル程度の返済負担が生じるとアルゼンチン政府はしており⁷、外貨準備が半減する可能性が出てくる⁸。

それでは、アルゼンチンが実際にデフォルトに陥った場合には、どのような影響が生じうるのだろうか。デフォルトに陥った場合、すでにスタグフレーション状態⁹にあるアルゼンチン経済は一層厳しい調整に直面し、国際金融市場への復帰の道は閉ざされると予想される。2001年のデフォルトの場合、翌2002年の実質GDP成長率は▲10.9%、消費者物価上昇率は25.9%と、アルゼンチンは深刻な景気後退と高インフレに見舞われた。アルゼンチンを第三の貿易相手国とするブラジルなど近隣の中南米諸国の経済にも、貿易縮小などを通じて下押し圧力が生じることは避けられないだろう。

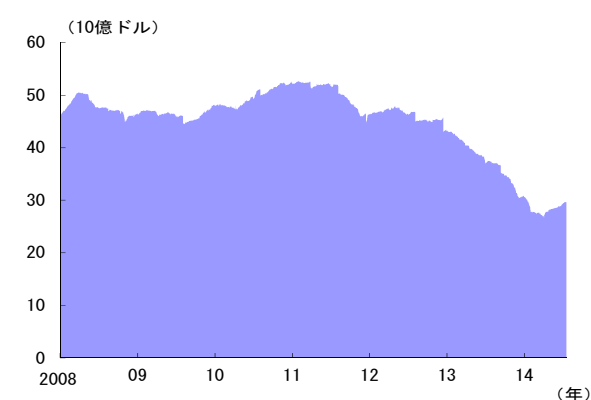
一方で、国際金融市場でのアルゼンチンの存在感は低下しており、デフォルトに伴う損失発生などを通じた国外への悪影響は、2001年(823億ドルのデフォルト、約70%の債務削減¹⁰)に比べ限定的なものにとどまると考えられる。以下では、国際債券市場でのアルゼンチンの債券発行額および外国銀行の対アルゼンチン与信の観点から、2001年当時と比べアルゼンチンの存在感が著しく低下していることを確認する。

図表2 5年物CDSスプレッドと国債利回り



(注) 国債利回りは、2033年12月末償還のドル建て国債。
(資料) Bloomberg

図表3 外貨準備



(資料) Bloomberg

（１）国際債券市場でのアルゼンチンの存在感は低下

2001 年のデフォルト以降、アルゼンチン政府は国際金融市場へのアクセスを絶たれ、国外からのファイナンスは世界銀行などの国際金融機関に依存している。国際債券市場での一般政府の債券発行額（新規発行から償還を除いたネット）は、2001 年 6 月の約 55 億ドルの発行超過を最後に、ほぼゼロないし償還超過で推移している。一般政府以外（金融機関・非金融企業）についても、公的債務のデフォルト以降は償還超過となる局面が目立っている（図表4）。

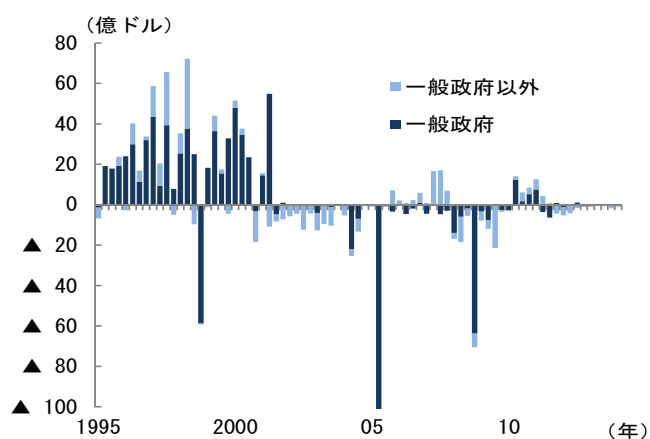
この結果、国際債券市場での債券発行残高に占めるアルゼンチンのシェアは、大幅に低下している。2001 年末時点では、アルゼンチンの一般政府の債券発行残高（785 億ドル）は世界全体（7,172 億ドル）の 10.9%を占め、きわめて大きな存在感を示していた。しかし 2013 年末には、一般政府の債券発行残高が世界全体で 1 兆 6,823 億ドルまで増加する一方、アルゼンチンについては 454 億ドルに減少し、シェアも 2.7%まで低下している（図表5）。

（２）外国銀行のアルゼンチン向け与信残高も減少

外国銀行のアルゼンチンに対する与信残高も、減少している。2013 年末の国際決済銀行（BIS）の報告対象である外国銀行による与信残高は、ブラジルの 1/10 程度の 436.4 億ドルで、中南米の主要 7 カ国で最も少なくなっている。2001 年末時点では、アルゼンチン向け与信は 739 億ドルとメキシコ、ブラジルに次ぐ第 3 位の規模に達していた。2001 年末以降、他の中南米諸国向け与信が 2～4 倍に増加しているのに対し、アルゼンチン向けのみが 6 割程度に減少している（図表6）。

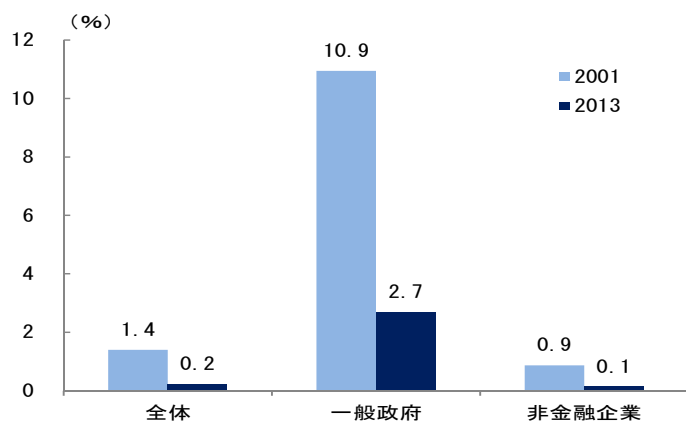
外国銀行によるアルゼンチン向け与信の 7 割は、スペインを中心とする欧州系銀行が担い手となっている。このため、アルゼンチンがデフォルトに陥った場合には、不良債権の増加等による欧州の金融システムへの悪影響が懸念される可能性がある。しかし、欧州系銀行の与信額自体は減少しており、中南米向け与信に占めるアルゼンチンのウェイトも低下している（2001 年末 13.6%→2013 年末 4.1%）。悪影響のインパクトは、2001 年のデフォルト時に比べ格段に低下していると考えられる。

図表4 国際債券市場での債券発行額



（注）債券発行額から償還額を除いたネット。
（資料）国際決済銀行（BIS）

図表5 国際債券市場でのアルゼンチンのシェア



（注）1. 数値は、国際債券市場での債券発行残高に占めるアルゼンチンのシェア。
2. 金融機関のシェアは 2001、2013 年ともに 0%。
（資料）国際決済銀行（BIS）

日本からのアルゼンチン向け与信についても、2001 年末の 14.2 億ドルから 2013 年末には 2.7 億ドルに減少している。日本からの中南米向け与信の増加幅は、全体では 5.1 倍と外国銀行全体を上回っている一方で、アルゼンチン向けは 2 割程度に減少し、外国銀行全体より減少の程度が大きくなっている。

3. おわりに

以上のように、国際債券市場におけるアルゼンチンのシェア低下や、外国銀行の与信減少などを踏まえると、アルゼンチンのデフォルトによる国際金融市場への悪影響は、2001 年のデフォルト時に比べ限定的になっていると考えられる。

しかし、アルゼンチンの国内債券・株式市場は、足元ではデフォルト回避を織り込んで推移しており、想定外にデフォルトに陥った場合、一時的に反動が大きくなるリスクには留意しておく必要がある。2014 年 1 月にアルゼンチンが実質的なペソ切り下げを実施した際は、新興国市場全体から資金が逃避する動きがみられた。当時は、中国経済の減速やシャドーバンキング問題への懸念により、リスク・オフのムードが高まっていた局面であった影響が大きい。今後、アルゼンチンのデフォルトが発生した場合の新興国への波及度合いも、中国経済の安定度と市場のリスク選好度合いに左右されることになるだろう。

また、今般のホールダアウト債権者によるアルゼンチン政府との法廷闘争の結果、債務再編に応じないほうが最終的な回収額が大きくなるならば、他の事例でも債務再編が難しくなる可能性が高まり、特に新興国の国債発行に影響するとの見方がある。いまのところ新興国市場への目立った影響はみられないが¹¹、パリパス条項の扱いなどを中心に、今般の法廷闘争が債務再編のあり方に与える影響については、慎重に見極めていく必要がある。

アルゼンチンがデフォルトの危機を乗り越えることができれば、国際金融市場への復帰の道筋も開けてくる。2015 年 10 月実施の大統領選挙に向け、主要な大統領候補者はビジネス・フレンドリーな経済政策を掲げていることから、アルゼンチン経済の先行きについては楽観的な見方も存在する¹²。「今そこにある危機」をいかに克服するか、アルゼンチン政府は正念場を迎えている。

図表 6 外国銀行の中南米向け与信

	外国銀行全体			欧州系				日本		
	2013/12末 (億ドル)	2001/12末 (億ドル)	2013/2001 (倍)	2013/12末 (億ドル)	シェア (%)	2001/12末 (億ドル)	2013/2001 (倍)	2013/12末 (億ドル)	2001/12末 (億ドル)	2013/2001 (倍)
中南米全体	13,010.6	5,622.9	2.3	7,548.3	58.0	3,381.9	2.2	567.6	110.5	5.1
ブラジル	4,582.6	1,424.0	3.2	2,938.1	64.1	943.7	3.1	286.9	37.4	7.7
メキシコ	3,941.9	2,150.8	1.8	2,267.9	57.5	1,127.3	2.0	170.6	28.4	6.0
チリ	1,407.9	439.1	3.2	876.4	62.2	312.6	2.8	56.6	12.2	4.6
ペルー	590.7	146.9	4.0	277.8	47.0	116.5	2.4	16.2	1.6	9.9
コロンビア	584.1	164.1	3.6	240.5	41.2	106.2	2.3	23.4	9.6	2.4
ベネズエラ	450.8	215.7	2.1	361.7	80.2	169.2	2.1	4.4	4.3	1.0
アルゼンチン	436.4	739.0	0.6	307.9	70.5	458.9	0.7	2.7	14.2	0.2

(注) データは所在地ベース。与信には貸出の他、債券・株式投資を含む。

(資料) 国際決済銀行 (BIS)

【 参考文献 】

渡辺愛 (2014a)「アルゼンチン 基礎レポート 第7章 対外債務」公益財団法人国際金融情報センター、3月31日

—— (2014b)「ホールドアウト債権者との法廷闘争は最終局面へ～再デフォルトの可能性高まる～」『トピックスレポート：アルゼンチン』公益財団法人国際金融情報センター、6月20日

伊藤晃 (2014a)「大統領はデフォルト回避を明言－米連邦最高裁がアルゼンチン政府の上告を棄却(1)－」『通商弘報』日本貿易振興機構、6月24日

—— (2014b)「先行き不透明も、当面の経済への影響は限定的か－米連邦最高裁がアルゼンチン政府の上告を棄却(2)－」『通商弘報』日本貿易振興機構、6月25日

Institute of International Finance(IIF) (2014) , “Argentina: The Time of Reckoning,” June 23

Moody’s Investors Service (2014), “Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2013,” April 11

¹ NML キャピタル (大物投資家 Paul Singer 氏が率いるエリオット・マネジメント・コーポレーション傘下) およびアウレリウス・キャピタル・マネジメントなどのヘッジファンドおよび個人投資家で構成されている。

² ホールドアウト債権者問題を巡る経緯の詳細は渡辺 (2014a、2014b) に詳しい。

³ アルゼンチン政府は、6月26日時点で債務再編に応じた債権者に対する利払い (5.4億ドル) の原資として8億ドル余りを米銀 (NY メロン銀行) に預託していた。しかし、支払い差し止め命令により、利払いを実行することはできなかった。

⁴ なお、フェルナンデス大統領は7月16日、アルゼンチン政府は債務再編に応じた債権者への支払い原資をすでに支払っており、今後も支払いを継続する意思があることを強調し、アルゼンチンがデフォルトを宣言することはないと発言している。

⁵ このほか、アルゼンチン政府は、NY州法の管轄にある債務再編対象となった国債をアルゼンチン国内法管轄の国債と交換する方法を主張している。これが認められれば、交換された国債はNY連邦地裁の判決の対象外となり、債務再編に応じた債権者への支払い差し止めに回避することが可能になる。しかし、NY連邦地裁は判決違反であるとして受け入れておらず、アルゼンチン政府が強行すれば、法廷侮辱罪やアルゼンチンの国外資産の差し押さえにつながる可能性が指摘されている。

⁶ Financial Times, “We holdouts are open to compromise but Argentina has to talk,” July 7, 2014

⁷ さらに、債務再編に応じた債権者にも追加訴訟の動きが広がる場合は、返済負担は最大1200億ドルにも達するおそれがあるとアルゼンチン政府は主張している。

⁸ 前出のNewman氏は、現金でなく債券その他の金融商品による支払いも受け入れる方針で、そうした返済方法であれば外貨準備に大きな影響はないとしている。また、原告以外のホールドアウト債権者による追加訴訟が生じた場合に返済負担が150億ドルに達するとの政府の試算は過大であり、その半分程度との分析があると指摘している。他方、英国法管轄の国債を保有するヘッジファンド (NY連邦地裁の判決の対象外) も、返済を求めて訴訟を起こす動きがある (Financial Times, “Creditors offer Argentina breathing room in debt restructuring dispute,” July 7, 2014)。

⁹ アルゼンチンの2014年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比▲0.2%と7四半期ぶりのマイナス成長。前期比でも2四半期連続マイナスとなり、景気後退局面入りしている。インフレ率は、2014年2月の統計改定により前年比が公表されていないが、民間機関の調査では、5月は前年比38.3%に達しているとされる (Consensus Economics, “Latin American Consensus Forecasts,” June16, 2014)。

¹⁰ Moody’s (2014) による。

¹¹ 2008年12月・2009年2月にデフォルトしたエクアドルは、アルゼンチンのデフォルト懸念が高まるさなかの6月17日に20億ドルの10年物ドル建て国債を発行し、国際金融市場への復帰を果たしている。

¹² たとえばIIF (2014) は、正しい経済政策が実施されれば、2017年までに4-5%成長が可能との見方を示している。なお、すでに2期目にあるフェルナンデス大統領 (任期は2015年12月9日まで) は2015年大統領選挙には出馬できない。