

通貨ニュース(2014 年 7 月 4 日)

アルゼンチンペソ:再びデフォルトに陥るリスクが浮上

- 米連邦最高裁の判断により、アルゼンチン政府は 6 月 30 日に予定されていた利払いを実施できず、30 日間の支払い猶予期間入り。2001 年以来となるデフォルトに陥る可能性が浮上している。
- これまで国際的な信用回復に力を注いできた同国にとって、デフォルトは何としても避けなければならない事態であり、最終的には債務再編に応じなかった債権者(ホルードアウト)とも合意に至る可能性が高いが、期限内に話し合いがまとまるかどうかは不透明。
- 但し、対外債務の規模からしてシステミックリスクは小さい。また金融市場は今年 1 月のアルゼンチンショックを既に消化しており、同様の混乱が再び発生する可能性は低い。
- 一方で同国経済の鈍化は経済的な結びつきの強い南米周辺国、特にブラジルに悪影響をもたらそう。このためレアルを中心とした南米通貨にとっては短期的な相場の下押し圧力となる可能性がある。

国際為替部

深谷 公勝

03-3242-7065

masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

6 月 30 日の利払い不履行でデフォルトの可能性が浮上

事態が大きく動いたのは 6 月 16 日の米連邦最高裁判決である。最高裁は、アルゼンチン政府が、2005 年と 2010 年に実施した債務再編に応じなかった債権者(ホルードアウト)に対する債務の支払いを行わず、債務再編に応じた債権者にのみ返済を実施していることについて、原債券のパリパス条項(全ての債権者を同順位として扱うことを定めた条項)に反するとして、ホルードアウトに対する債務全額の弁済と、債務再編に応じた債権者への返済凍結を命令した下級裁判所の判断を支持した。

原告以外のホルードアウトを含めた返済総額は 150 億ドルに上るとされるが、アルゼンチンの外貨準備は 6 月 20 日時点で 288 億ドルであり、この 50%強にあたる 150 億ドルの支払いは不可能である。判決後、政府はホルードアウトに対して再度、債務交換による債務再編を提案したが、債権者はこれを拒否。話し合いが平行線を辿る中、政府は債務再編に応じた債権者への利払いのため約 5.4 億ドルを同国が口座を持つ米国銀行に振り込んだが、26 日に米連邦地方裁判所は一部の債権者のみへの利払いは認められないとして、同銀行に返金を命令。結局、30 日期限の利払いは不履行となり、30 日間の返済猶予期間に入ることとなった。アルゼンチン政府は猶予期間内にホルードアウトに対する債務を弁済するか、あるいは返済について合意に達した上で、不履行となった利払いを実行する必要がある、これが実現しない場合、同国政府は 2001 年以来のデフォルトに追い込まれることになる。

図表 1：アルゼンチン政府のこれまでの動き

| | |
|-----------|--|
| 2001年 12月 | アルゼンチン政府、債務不履行(デフォルト)宣言 |
| 2003年 9月 | 債務再編計画を発表 |
| 2005年 1月 | 債務再編への参加を募集→約75%の債権者が参加し、6月に完了 ホールドアウトとの和解、将来の債務再編を禁止する法律制定 |
| 2010年 5月 | ホールドアウトに対する債務再編を提案→最終的に9割超が参加 |
| 2012年 2月 | ニューヨーク連邦地方裁判所は、パリパス条項違反を理由にアルゼンチン政府 に対してホールドアウトへの全額支払いを命令 |
| 2012年 10月 | 連邦控訴裁判所は地裁の判決を支持→政府は判決を不服として控訴 |
| 11月 | 控訴裁は上記判決の効力を2013年2月27日まで停止することを決定 |
| 2013年 2月 | アルゼンチン政府及び関係者による口頭弁論 |
| 3月 | ホールドアウトに対する債務再編を再度提案 |
| 8月 | 控訴裁は先の地裁判決を支持。アルゼンチン政府が債務再編を受け入れた債 権者に対する支払いを続ける場合、この差し止めを命ずる可能性がある判断 |
| 2014年 2月 | アルゼンチン政府、2012年の地裁判決に関して米連邦最高裁に上訴 |
| 6月 | 16日、米連邦最高裁がアルゼンチン政府の上訴を棄却 |
| 6月 | 26日、ニューヨーク地方裁は債務再編を受け入れた債権者に対する支払いを認 めない旨を改めて決定 |
| 6月 | 30日、政府は債務再編を受け入れた債権者に対する支払いを不履行 |

(資料)各種報道をもとに筆者作成

同国は国際金融市場への復帰を目指して、パリクラブとの合意やIMF等との関係修復など国際的な信用回復に力を注いできた。政府にとってデフォルトは何としても避けたい事態であり、最終的にはホールドアウトと何らかの合意に達する蓋然性は高いと言える。とはいえ、30 日という限られた期間内で合意に辿りつけるかどうかは不透明であり、デフォルトの可能性を過小評価することはできない。この点、格付け会社S&Pはデフォルト発生の可能性を 50%と見ている。

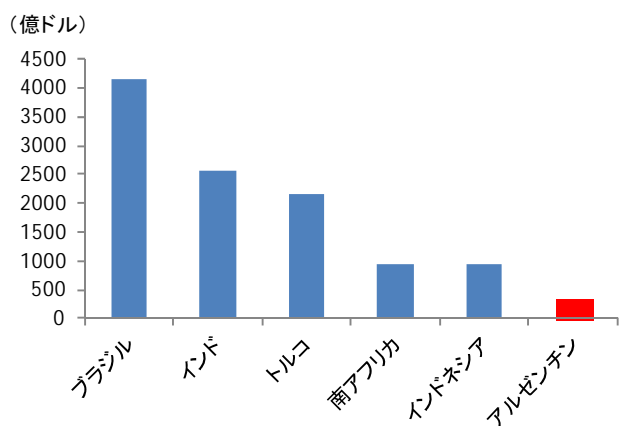
デフォルト発生の場合でも他国への影響は限定的

仮にデフォルトが発生した場合でも、今回については支払い能力がある中でのデフォルト(テクニカルデフォルト)であり、さらに債権者の範囲も限られているため、国内においても大きな混乱には至らない公算が大きい。当然、国外への波及も限定的となろう。そもそも、10 年以上国際資本市場から遠ざかっていたアルゼンチンに対する他国のエクスポージャーは小さく(図表 2、3)、同国の債務不履行によりデフォルトの連鎖がもたらされるようなシステムリスクは小さい。同国への与信が最も大きいのはスペインであるが、それでもスペイン側からしてみれば、国外与信全体の 1.3%に過ぎず、過度な懸念は不要である。それでは今年1月のようにアルゼンチンと同様の脆弱性(経常赤字や高インフレ)を抱える新興国資産が大きく売り込まれる可能性はあるだろうか。これについても大規模な新興国売りは想定していない。事実、米最高裁の判断が下された6月16日にアルゼンチンのクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のコストは急上昇したが、他の新興国のCDS相場に目立った動きは出なかった(図表4)。1月の新興国売りについてはFRBによる量的緩和縮小で新興国からの資金流出が懸念される中で半ばパニック的な動きであり、米金利が比較的低位で安定し、各新興国も対応策を講じている現状では市場参加者もあくまで冷静な反応を示すだろう。

一方で、マクロ経済の停滞がもたらす波及効果については注視しておきたい。デフォルトとなればアルゼンチン国内は金利・物価の上昇、投資・消費の減退により景気後退に陥るリスクがあるが、これにより同国と経済的結びつきの強い南米の周辺国は一定の悪影響を被るだろう。中でも同国を主要輸出相手国とするブラジルでは輸出の減少→経常赤字の悪化が予想され、レアルの下押し圧力となろう。あくまでパニック的な動きは想定されないものの、南米通貨にとっては短期的な相場の重石となる可能性がある。

以上

図表 2：新興国向け銀行与信残高（2013 年末時点）



(資料) BIS 国際与信統計 最終リスクベース

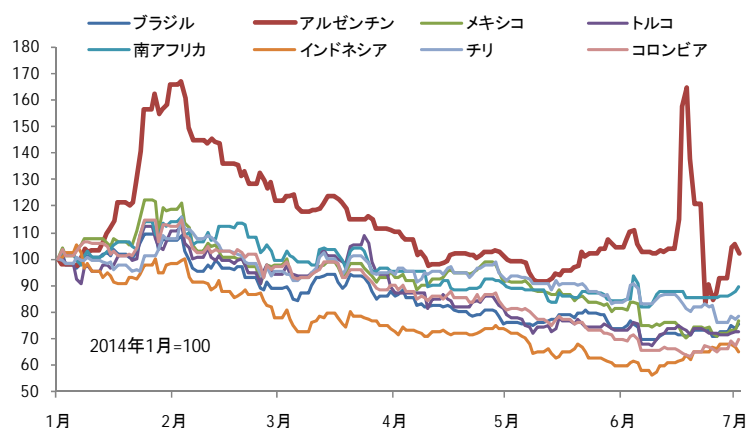
図表 3：アルゼンチン向け銀行与信（2013 年末時点）

(百万ドル)

| 貸出国 | 金額 | 構成比 |
|------|--------|-------|
| スペイン | 18,725 | 53.8 |
| 英国 | 5,815 | 16.7 |
| 米国 | 5,543 | 15.9 |
| オランダ | 1,482 | 4.3 |
| ドイツ | 1,192 | 3.4 |
| 日本 | 121 | 0.3 |
| イタリア | 100 | 0.3 |
| 欧州 | 29,001 | 83.4 |
| 合計 | 34,782 | 100.0 |

(資料) BIS 国際与信統計 最終リスクベース

図表 4：新興国 CDS スプレッドの推移（2014 年～）



(資料) Bloomberg

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。