

中南米経済の見通し

~アルゼンチン、ブラジルは景気低迷が続く一方、メキシコは回復基調を維持~

1. メキシコを中心とした太平洋同盟諸国が中南米経済を下支え

中南米主要7カ国（アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ）の景気は国によって大きく異なっている。これらの国を景気状況により3つのグループに分けると、①景気が比較的堅調なうえ、政策対応余力があるメキシコを中心とした太平洋同盟諸国（他にチリ、コロンビア、ペルー）、②スタグフレーションが深刻化しているアルゼンチン、ベネズエラ、③インフレ加速には歯止めがかかりつつあるものの、景気低迷に喘ぐブラジル、となる。

メキシコでは、FTAを梃子にした輸出促進策、財政規律と構造改革によるインフレ抑制が奏功

メキシコなど太平洋同盟諸国の景気が相対的に堅調を維持している理由は、自由貿易協定（FTA）を梃子に輸出志向の経済政策を積極的に推進していること、財政規律を維持し、市場開放を含む構造改革を進めることでインフレを抑制していること、などが挙げられる。物価の安定を受け、今年に入ってメキシコとチリは景気支援のため利下げに踏み切った。高インフレが続くアルゼンチン、インフレ抑制のため金融引き締め姿勢維持を余儀なくされているブラジルとは対照的である。

メキシコなど太平洋同盟諸国が中南米経済を下支え

中南米主要7カ国の実質GDP成長率は、2013年の前年比+2.4%から2014年には同+1.2%へ減速する見込みである（第1表）。2015年の成長率は同+2.2%へ持ち直すとするが、メキシコを中心とした太平洋同盟諸国が中南米経済を下支えする構図が続くといえる（第1図）。

第1表 中南米経済の見通し

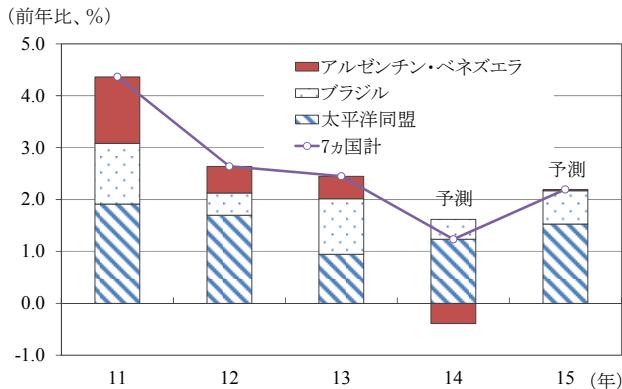
	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
ブラジル	2.5	0.9	1.5	6.2	6.4	5.8	▲ 811	▲ 790	▲ 720
メキシコ	1.1	2.5	3.5	3.8	3.9	3.5	▲ 259	▲ 240	▲ 260
アルゼンチン	2.9	▲ 2.0	0.0	10.8	35.0	35.0	▲ 43	▲ 60	▲ 85
中南米全体(注)	2.4	1.2	2.2	7.9	12.8	11.7	▲ 1,342	▲ 1,285	▲ 1,265

(注) 全体の数値は主要7カ国の統計に基づく。各国の比重は2012年ドル建て名目GDPによる。

7カ国とは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

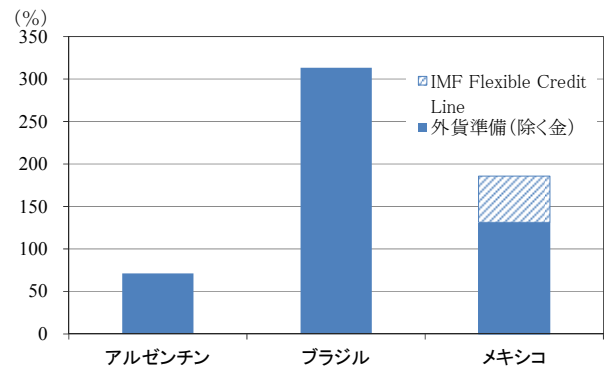
一方、対外ファイナンス面をみると、ブラジルは安定している。外貨準備の対外短期債務と経常赤字合計に対する比率（2013年）は300%超とIMFが安定の目安としている100%を大幅に上回っている（第2図）。また、メキシコの同比率も100%を超えているうえに、IMFにクレジットラインを設定しており安定感が高い。これに対し、アルゼンチンは同比率が71%に止まり、対外ファイナンスという点で非常に脆弱な構造といえる。

第1図:中南米7カ国の実質GDP成長率と寄与度



(注)太平洋同盟はメキシコ、チリ、コロンビア、ペルー
(資料) Thomson Reuters Datastream

第2図:対外的安定性の比較



(注)外貨準備の対外短期債務と経常赤字の合計額に対する比率。経常黒字の場合はゼロとする。IMFは100%超であることを安定の目安としている。
(資料) IMF, Thomson Reuters Datastream

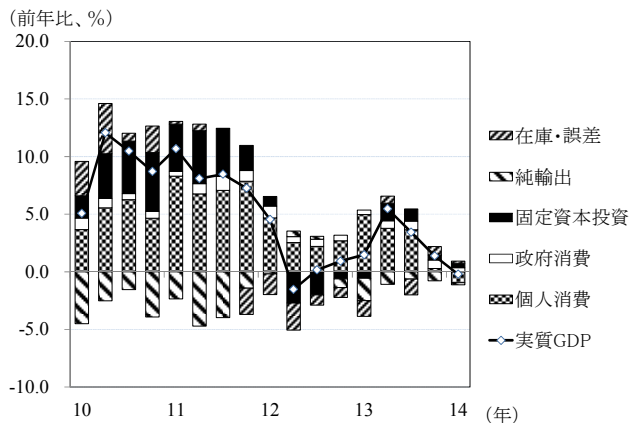
2. アルゼンチン

(1) 深刻な不振に陥ったアルゼンチン経済

1-3月期の実質GDP成長率は前年割れ

アルゼンチン経済は昨年後半から急速に悪化していたが、1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲0.2%とマイナス成長となった。景気減速の最大の要因は個人消費で、成長率全体を1.0%ポイント押し下げた（第3図）。個人消費の減速は、インフレ高進により実質所得が大幅に低下したことが主因である（第4図）。

第3図:実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(資料) Thomson Reuters Datastream

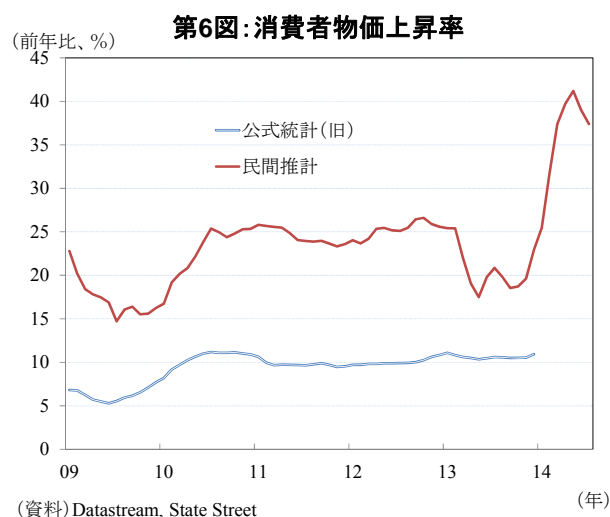
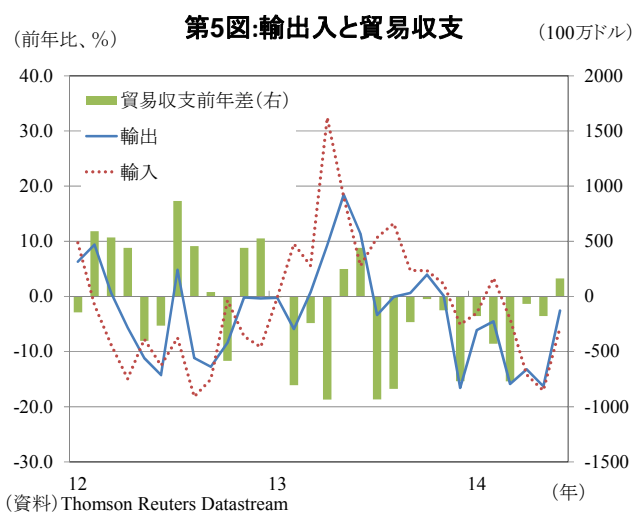
第4図:民間推計CPIに基づく実質所得



(資料) Datastream, State Street

民間推計の消費者物価（CPI）を基に実質所得を推計すると、4-5 月期は前年比▲7.8%と大幅マイナスとなった。実際、4-6 月期の自動車販売は前年比▲40.4%と深刻な不振に陥っている。また、先行き不透明感から設備投資も低迷している。

外需の動向をみると、穀物シーズンに当たる 4-6 月期の輸出は持ち直しており、前年比ベースのマイナス幅は縮小した（第 5 図）。他方、輸入は政府による輸入管理の厳格化を受け前年割れが続いている。輸入管理はサービス貿易にも影響が及んでおり、4-6 月期のサービス輸入（キャッシュベース）は前年比▲29.0%と大幅に落ち込んだ。この結果、6 月の貿易黒字額は 1 年ぶりに前年同期を上回り、経常収支は 2 年ぶりに黒字（約 12 億ドル）となった。但し、例年、穀物輸出シーズンが終わる 7-9 月期には貿易黒字が急減することが多い。過去の国際収支危機は貿易黒字が急減する年末前後に発生していることから、今後の国際収支動向には注意が必要である。



(2) インフレの原因と求められる政策

30%台後半のインフレ率が続く

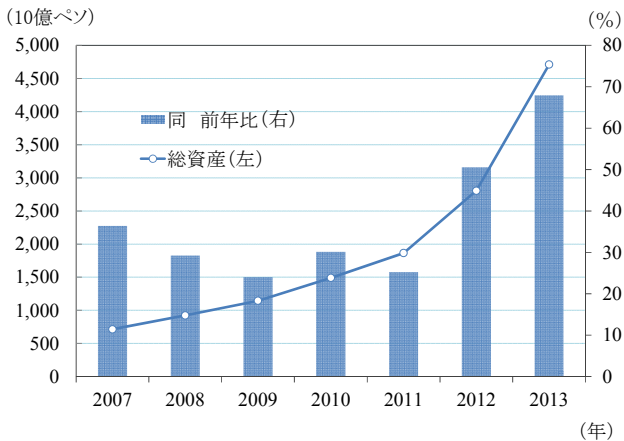
消費者物価上昇率は1月の為替急落の影響で急加速しており、民間の推計では前年比+30%台後半に達している（第 6 図）。昨年 12 月分から公表を開始した政府の新統計でも、今年前半は同+33%（年率換算）上昇している。足元でインフレ加速に歯止めがかかる兆しもみられるが、大統領は最近になって景気てこ入れのため新たな消費喚起策を計画していることを表明しており、インフレが再加速する懸念は残っている。

インフレの根本的な原因は拡張的な財政金融政策

インフレの根本的な原因は拡張的な財政・金融政策にある。2011 年以降、中央銀行の資産規模が急増しているが（第 7 図）、これは中銀が保有する国債が増加しているためであり（第 8 図）、財政赤字のファイナンスを中銀に依存していることの表れと考えられる。また、政府は公務員や国

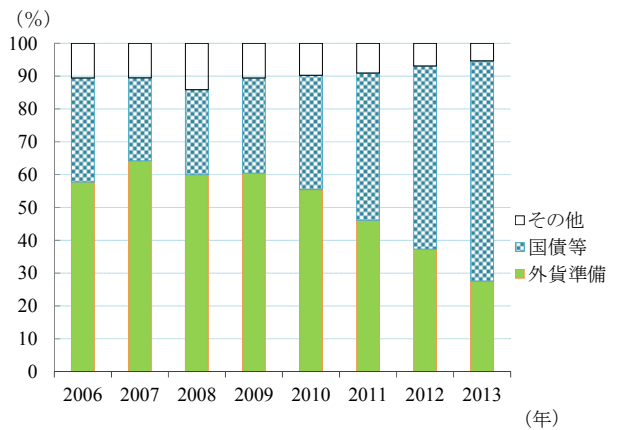
営企業の賃上げ要求を容認。政府の経済への介入が大きいアルゼンチンでは、公務員の賃上げ率が民間企業の基準となっていることから、全体として高い賃上げが実現することが多い。一方で、インフレ率の実態を反映しない割高な為替レートを人為的に維持しようとした結果、対外的な競争力を喪失することになり、経常収支の悪化や外貨準備の減少など対外的な安定性が損われている。

第7図:中央銀行の資産規模



(資料)アルゼンチン中央銀行

第8図:中央銀行保有資産の構成

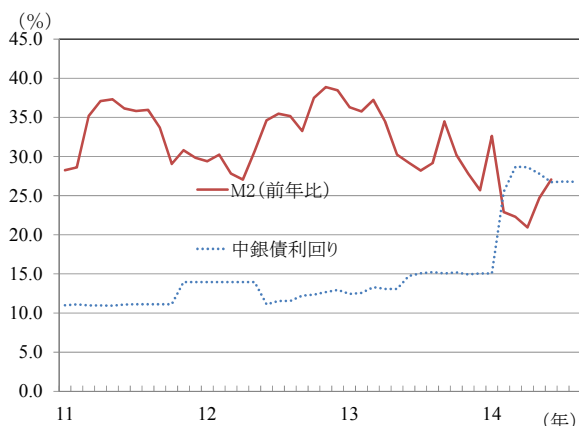


(資料)アルゼンチン中央銀行

インフレ抑制のためにはペソ下落による国際競争力の回復が必要

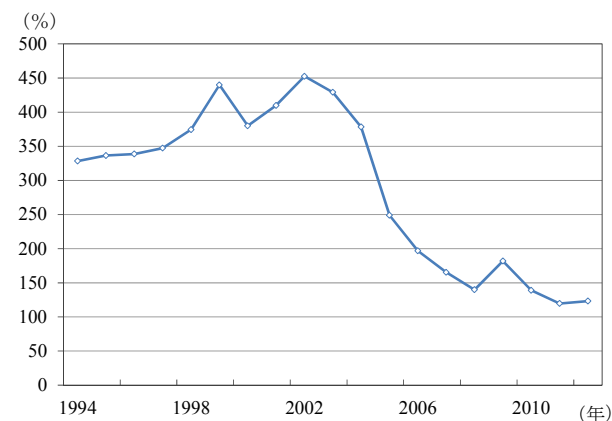
こうした八方ふさがりともいえる局面を打開するためには、長年のインフレで過大評価となっているアルゼンチン・ペソの下落を容認し国際競争力の回復を図ると同時に、通貨下落に伴うインフレを短期間に終息させるため思い切った引き締め政策が必要と考えられる。こうした政策により、景気は一段と悪化するものの、競争力回復による輸出急増により景気の早期回復を目指すことが可能と考えられる。しかしながら、目下のところ、こうした政策の転換はみられない。ペソは下落しているものの、マネーサプライ (M2) の伸び率は足元で再び増加しており、十分な金融引き締めが行われているとは言い難い。

第9図:金融関連指標



(資料) Thomson Reuters Datastream

第10図:対外債務(国民所得比)



(資料) Thomson Reuters Datastream

(3) アルゼンチン経済の見通し

テクニカルデフォルトの影響は限定的 7月末に発生したテクニカルデフォルトは、法的な対応としてアルゼンチン政府がデフォルトを「選択」したことで発生したもので、外貨が枯渇したわけではない。そのため、内外経済に与える影響は限定的である。

しかし、前述の政策転換が遅れると、外貨準備減少への不安から資本逃避が加速し、国際収支危機に陥る虞が高まり、テクニカルではない字義通りの債務不履行が発生する可能性も否定できない。第2図で示した通り、短期債務の借り換えが進まなければ、外貨準備は枯渇する懸念もある。

仮に、債務不履行となった場合も、アルゼンチンの国際金融市場での地位は大きくないことから、海外市場への影響は限定的とみられる。ただし、アルゼンチンにとっては、前回債務不履行を起こした2002年前後と比較すると、債務残高(国民所得比)は減少しているとはいえ(第10図)、実際に債務不履行となればその影響は小さくないだろう。2015年にかけても、インフレが高止まりし、2014年の実質GDP成長率は前年比▲2.0%、2015年は同0.0%と低迷が続くとみるが、国際収支に対する不安が高まれば、景気は更に減速する可能性もみておくべきだろう。

3. ブラジル

(1) 景気は後退局面入り、サッカーW杯の経済効果は限定的

4-6月期も景気は低迷、W杯の経済効果は観光業など一部に限定

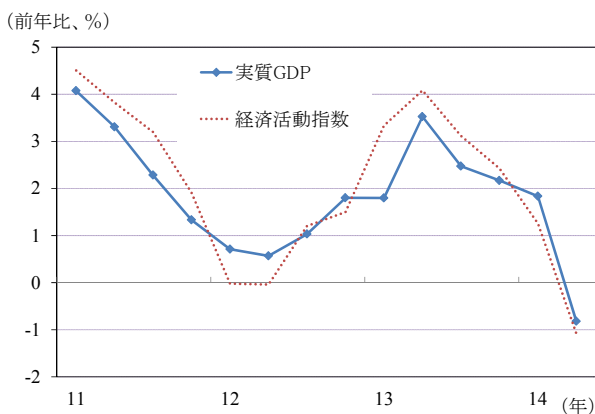
ブラジルの4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲0.6%と低迷した。同時に1-3月期も同▲0.2%に下方修正されたため、2四半期連続のマイナス成長となり、景気後退局面入りした。4-6月期は前年比ベースでも▲0.9%と前年割れとなった(第11図)。

4-6月期の新車販売は前年比▲12.3%と低迷。期待されたサッカー・ワ

ワールドカップ（W杯）の経済効果は観光業など一部に限られ、民間消費は1-3月期の前年比+2.2%から同+1.2%へ減速した。また、W杯期間中は臨時休業の増加による生産減の影響も小さくなく、4-6月期の鉱工業生産は同▲4.3%へ減速した。景気の先行き不透明感が高まっており、固定資本形成（設備投資）は同▲11.2%と前期の同▲2.1%から大幅に落ち込んだ。

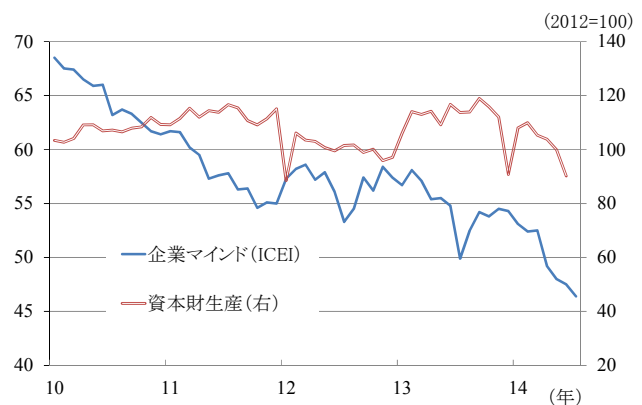
こうしたW杯のマイナス効果は7月には剥落するため、生産面では反動増も期待できるが、企業マインド指数は7月に入っても低迷が続いており、設備投資の不振が続いていることを示唆している（第12図）。

第11図:実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第12図:企業マインドと投資関連指標



(注) ICEIはデフュージョンインデックス
(資料) Thomson Reuters Datastream

製造業にとって、主要な輸出先であるアルゼンチン経済減速の影響は大きい

対外取引も低迷が続いている。4-6月期の輸出入は共にマイナス幅が拡大した。輸出は、主力の中国向け（主に資源）やアルゼンチン向け（主に工業品）が共に不振であった。とりわけ、景気減速が続くアルゼンチン向けが低迷しており、7月の同国向けは前年比▲33.6%とマイナス幅が一段と拡大した。ブラジルにとってアルゼンチンは第3位の輸出先（2013年、輸出全体の8.1%）であり、工業品のシェアが高い。自動車は工業品輸出全体の88%、同部品は55%を占めており、ブラジルの製造業にとって、アルゼンチン経済減速の影響は大きい。

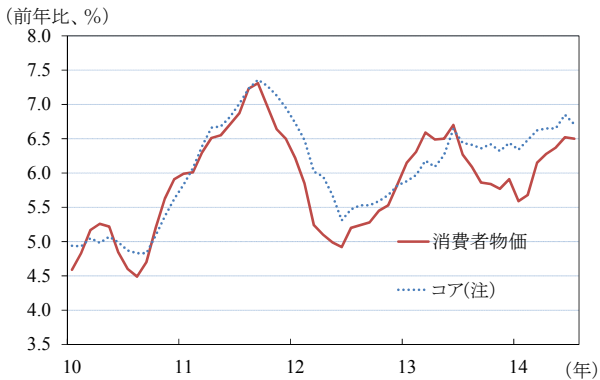
インフレ率は高止まりが続く

インフレ率は高止まりが続いている。W杯後の7月も消費者物価上昇率は前年比+6.5%、食品やエネルギーなど変動の激しい品目を除いたコア物価も同+6.7%と高水準にある。近年のレアル安による輸入物価押し上げ効果が、主に耐久財で顕在化していることに加え、サービス価格も8%台で高止まりしている。景気減速にもかかわらず、供給制約により需給が緩和しないうえに、昨年まで最低賃金の上昇率が高かったこと（2012年+14%、2013年+9%）の影響が残っている。ブラジルでは、最低賃金の上昇率が年金にも適用されるため、物価全体に与える影響が大きい。

ただし、今年の最低賃金上昇率は+6.8%へ低下していること、レアル安については、足元の為替は中銀の為替介入もあり比較的安定していること

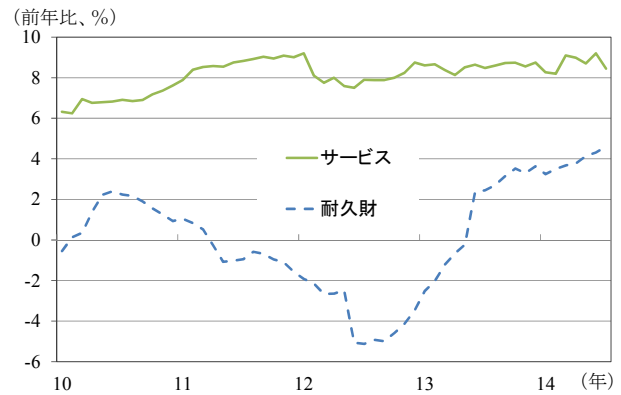
などから、今後、物価上昇率は徐々に鈍化してくるであろう。

第13図: 消費者物価上昇率



(注) 食品やエネルギーなど変動の激しい日用品を除いた消費者物価指数
(資料) Thomson Reuters Datastream

第14図: 品目別消費者物価上昇率



(資料) Thomson Reuters Datastream

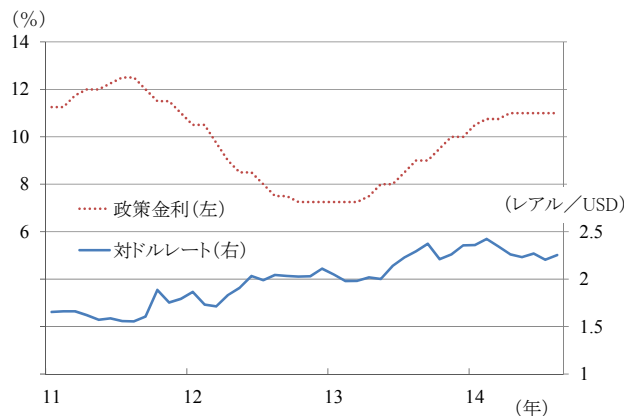
(2) ブラジル経済の見通し

内外需とも成長ドライバーが見当たらず、2014年実質成長率は+0.9%に止まる見通し

景気回復の鍵を握るインフレ率が徐々に鈍化し、消費は緩やかながら持ち直しに向かうであろう。また、企業部門をみると、W杯の影響で4-6月期に停滞した生産は、7-9月期以降は反転するとみられる。もっとも、輸出については、アルゼンチン経済の低迷、中国の成長ペース減速による資源需要の伸びの鈍化など、伸びが加速する状況は見込みにくい。このように内外需共に成長ドライバーを欠く状況が続き、2014年の実質GDP成長率は前年比+0.9%、2015年は同+1.5%へやや持ち直すも低成長に止まるとみる。

目下の注目材料は10月実施予定の大統領選挙である。景気悪化が鮮明になったことで、現職ルセフ大統領は厳しい選挙戦を強いられるだろう。一方、対立候補が掲げる経済政策はまだ明示されていない。今後は、景気対策などの具体策に注目が集まっていくだろう。

第15図: 金融・為替環境



(資料) Thomson Reuters Datastream

4. メキシコ

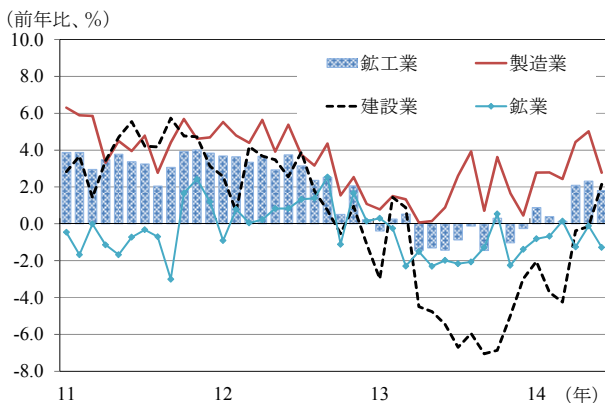
(1) 昨年 10-12 月期を底に景気は緩やかに回復

4-6 月期に入り回復
傾向が鮮明に

メキシコ経済は回復傾向にある。4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比では+1.6%と 1-3 月期の+1.9%から鈍化したものの、季調済み前期比年率換算では+4.2%と 1-3 月期 (+1.8%) から加速し、3 四半期ぶりに 4%を上回った。生産動向をみると、北米を襲った寒波の影響を受け、1-3 月期まで大幅に落ち込んでいた建設業が足元で前年水準を上回ってきているうえ、月々の振れはあるが製造業も回復基調にある（第 16 図）。

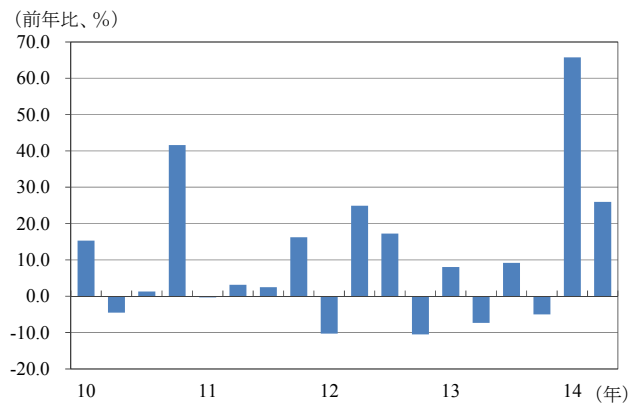
景気回復は最大輸出先である米国向けの輸出増加と公共投資の拡大に支えられている。昨年、公共事業は大統領選挙を控え、現職有利にならないよう抑制されていたが、今年に入って支出が急増しており（第 17 図）、建設業の回復に貢献している。

第16図: 鉱工業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第17図: 公共事業費



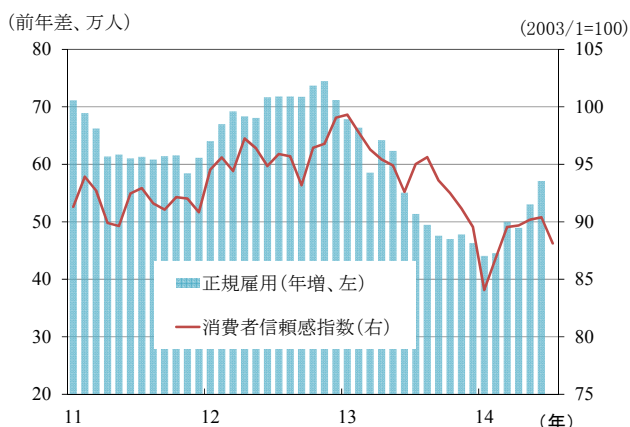
(資料) Thomson Reuters Datastream

生産と輸出の回復を受け、雇用者数も増加、家計のマインドも改善してきている（第 18 図）。今後は、所得拡大を通じて消費増加が見込まれる。

コア物価は 3% 台
前半で安定

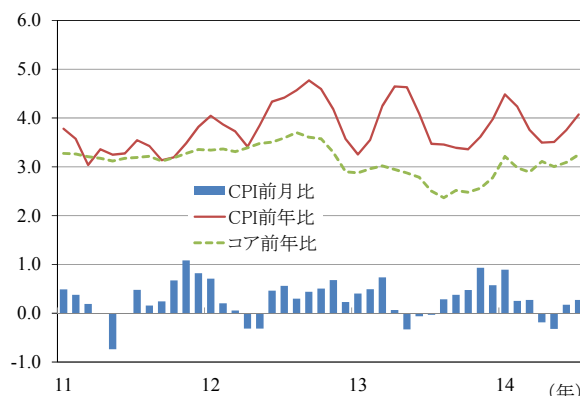
一方、消費者物価は足元で再び上昇しているが、食品とエネルギーを除いたコア物価上昇率は前年比 3% 台前半で安定推移している。また、前月比の動きをみても、落ち着いた動きとなっている（第 19 図）。今年 1 月に実施された公共料金や一部食品への課税引き上げなどの影響で、年内のインフレ率は+4%超が続くとみられるが、2015 年以降は低下していく見通しである。景気は回復基調にあるとはいえ潜在成長率を下回っていると考えられ、需要拡大がインフレを惹起する段階ではないだろう。

第18図:消費者マインド、雇用



(資料) Thomson Reuters Datastream

第19図:消費者物価上昇率



(資料) Thomson Reuters Datastream

(2) メキシコ経済の見通し

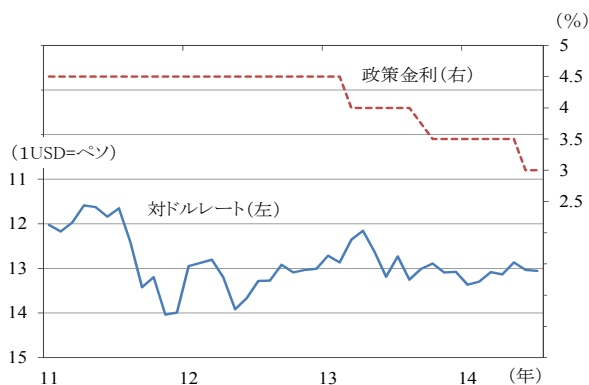
米景気の回復と公共事業、低金利が景気拡大をサポート

2015年にかけてのメキシコ経済は、米国経済の回復と昨年積み残された公共投資に支えられ、回復傾向が続くだろう。6月に実施された利下げにより政策金利は3%に低下し(第20図)、実質金利がマイナスとなっていることも景気回復を支援するだろう。これらの好条件を受け、2013年は前年比+1.1%に止まった実質GDP成長率は、2014年は同+2.5%、2015年は同+3.5%へ加速する見込みである。

エネルギー部門改革法案が成立、外資導入により産油量は拡大へ

メキシコ経済は、中期的にも明るい展望が持てる。国会で審議が続いていたエネルギー部門改革関連法案が8月に成立。今後、外資を含め民間企業と採掘契約交渉が始まり、改革は実現に向け大きく踏み出したことになる。メキシコの産油量は長らく低迷していたが、今後は外資導入により生産能力の拡大や効率化が期待できる。また、メキシコの経常赤字はGDP比2%程度と小さく、冒頭で触れたとおり外貨準備も潤沢な水準を有している。財政も健全を維持しており、外的ショックへの対応余力も大きいことから、成長性に加え安定性も高いといえる。

第20図:メキシコの金融・為替環境



(資料) Thomson Reuters Datastream

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 石丸 康宏 yasuihiro_ishimaru@mufg.jp
森川 央 morikawa@iima.or.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。