

# 中南米経済の見通し

~ブラジルはリセッション入り、アルゼンチンは景気低迷が長期化~

## 1. 中南米経済の概況

中南米主要 7 カ国の 2014 年の実質 GDP 成長率は、前年比+0.5%へ減速

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、一次産品価格の下落もあり総じて低迷している。2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.5%と前年（同+2.5%）から減速した模様である（第 1 表、第 1 図）。とりわけ、一次産品への依存度が高いブラジルやアルゼンチン、ベネズエラではマイナス成長となったとみられる。原油依存度が高いベネズエラは、油価下落が輸出の大幅減少を招き、景気悪化が深刻化している。同国国債の 5 年物クレジットデフォルトスワップ（CDS）価格は 2 月上旬時点で 6,000 ベーシスポイントに高騰、市場はデフォルトを織り込んでいる。アルゼンチンは引き続き外貨不足に苦しんでいるほか、7-9 月期に景気が一旦持ち直したブラジルでも景気が再び悪化している。

2015 年の成長率はメキシコを除き減速、ブラジルはマイナス成長

一方、太平洋同盟諸国（メキシコ、チリ、コロンビア、ペルー）も一次産品価格下落の影響はみられるが、これらの国ではインフレ率が低く（第 2 図）、財政が比較的健全なことから、金融・財政政策が景気を下支えしている。メキシコは低金利政策を維持（現行 3.0%）、チリは利下げと財政支出を拡大（2015 年の歳出：前年比+9.8%）させている。また、産油国のコロンビアはインフラ投資が景気を支えている。

2015 年の成長率はメキシコを除き減速し、ブラジル、アルゼンチンはマイナス成長が続く見込み。2015 年の中南米主要 7 カ国の実質 GDP 成長率は前年比+0.3%と 2 年連続で 1%を下回る見通しである。

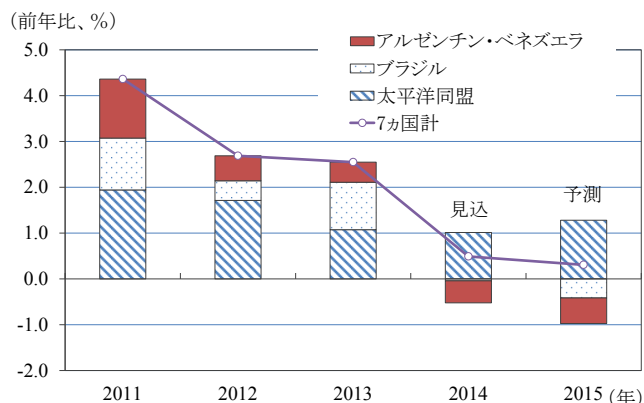
第1表 中南米経済の見通し

	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	▲ 0.1	▲ 1.0	6.2	6.4	6.5	▲ 811	▲ 910	▲ 790
メキシコ	1.4	2.1	3.1	3.8	3.9	3.4	▲ 265	▲ 260	▲ 300
アルゼンチン	2.9	▲ 1.6	▲ 2.0	10.6	24.0	24.0	▲ 48	▲ 60	▲ 80
中南米全体(注)	2.5	0.5	0.3	8.1	12.2	13.1	▲ 1,382	▲ 1,430	▲ 1,475

(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2013年ドル建て名目GDPによる。

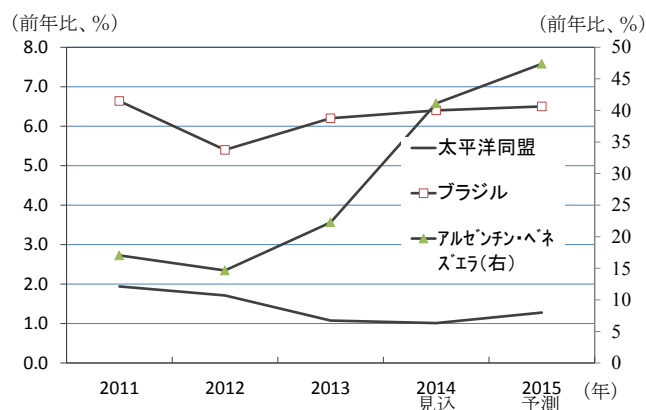
7カ国とは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

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:中南米諸国の消費者物価上昇率



(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

## 2. ブラジル

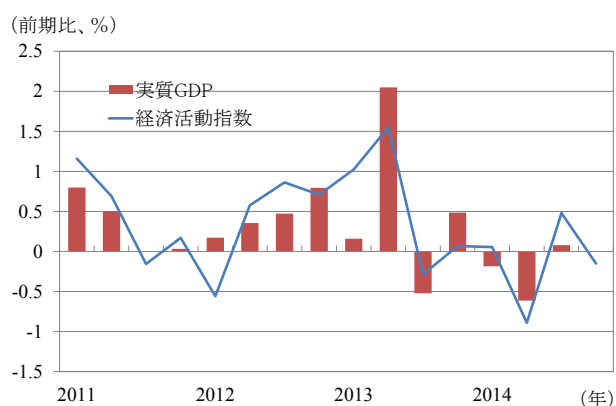
### (1) 景気の現状

景気は再び悪化、  
10-12 月期は再度  
マイナス成長に転  
じた公算大

2014 年前半に 2 四半期連続で前期比マイナス成長となったブラジルは、7-9 月期に一旦プラス成長に回帰したが、10-12 月期は再びマイナス成長に転じた公算が大きい。月次 GDP ともいわれる経済活動指数は 10-12 月期に前期比▲0.2%とマイナス(第3図)、鉱工業生産も同▲1.6%と不振であった。この結果、2014 通年の成長率もマイナスとなったとみられる。

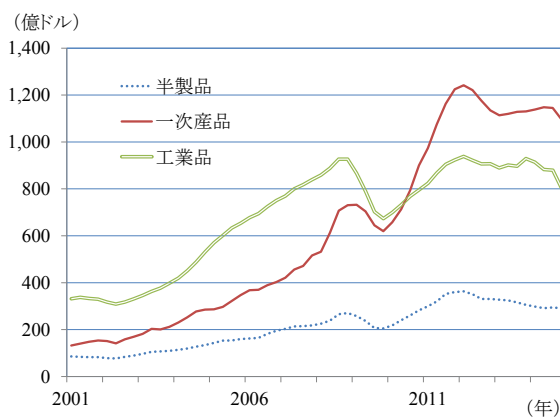
輸出は価格下落により一次産品輸出が振るわないことに加え、主力輸出先のアルゼンチンやベネズエラの景気後退により工業品輸出も減少に転じている(第4図)。アルゼンチン向け製品輸出は 1-10 月累計で前年比約 3 割減、乗用車は同約 4 割減と大幅に落ち込んだ。

第3図:経済活動指数、実質GDP



(資料) Thomson Reuters Datastream

第4図:ブラジルの品目別輸出



(注) 4四半期累計額  
(資料) Thomson Reuters Datastream

## インフレにより消費も低迷

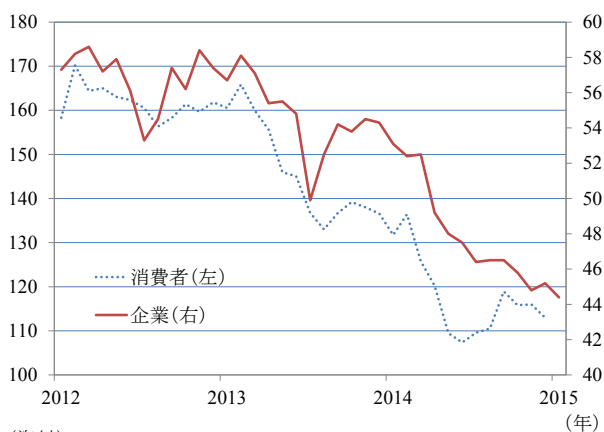
## 内外景気の不透明感から、企業は設備投資に慎重

## インフレ率は加速、中銀は利上げを継続

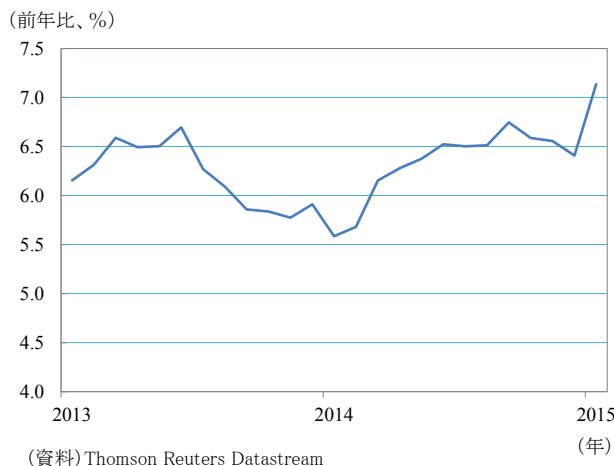
インフレによる実質所得の目減りにより、消費も低迷している。1月の自動車販売は、昨年末で終了した減税の駆け込み需要の反動もあり、前年比▲18.8%と大きく落ち込んだ。12月の失業率は4.3%と低水準にあるが、これは求職断念者の増加により労働参加率が低下していることが主因と考えられる。2013年並みの労働参加率を前提にすると、失業率は6%前後まで上昇する。また、内外景気の不透明感が強いことから、企業は設備投資に慎重になっている。12月の資本財生産は前年比▲13.7%と大幅に落ち込んだ。かかる状況下、企業と消費者マインドは共に低迷している（第5図）。

1月の消費者物価上昇率は前年比+7.1%へ加速（第6図）、中央銀行のインフレ目標レンジ上限（6.5%）を大きく超えている。景気減速下にも関わらずインフレが高進する理由は、レアル安による輸入物価の上昇や名目成長率に連動した最低賃金引き上げ制度による持続的な賃金上昇などが挙げられる。この他、80年に一度といわれる干ばつが農産物価格の高騰を招いていることや、財政再建の一環として実施された各種補助金の削減や公共料金の引き上げも物価上昇要因として働いているとみられる。インフレ抑制のため、中央銀行は昨年10月の大統領選挙直後から4会合連続で利上げに踏み切った。

第5図：景気信頼感指数



第6図：消費者物価上昇率



## (2) 転機を迎えた資源依存型の成長モデル

ブラジル経済は転機を迎えている。2000年代、ブラジルは資源需要の拡大や資源価格上昇による交易条件の改善が追い風となり好況を呈した（2004～2007年の平均成長率は4.8%）。新中間層が生まれ消費主導の景気拡大が続いた。内需拡大によるインフレ圧力の高まりに対しては、通貨高が歯止めとなった。ブラジル経済に対する長期的な成長期待が高まり、海外からの資本流入が続いたためである。

構造改革は先送り、インフレ、経常赤字、財政赤字が拡大

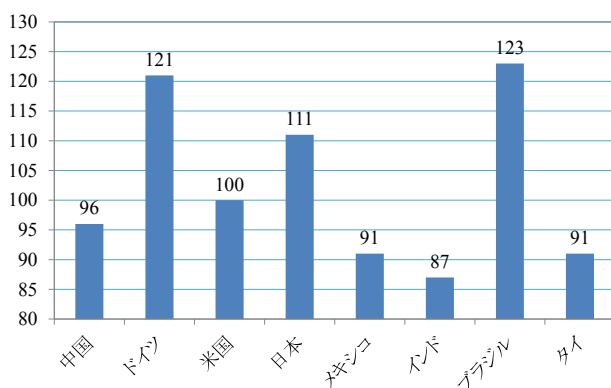
しかし、リーマンショックを経て2012年頃に資源価格がピークアウトすると、こうした追い風は止まった。成長率は低下し（2012～2014年の平均成長率は1.1%）、通貨も反落した。景気悪化に歯止めをかけるため、政府は財政によるテコ入れを続け、構造改革を先送りした。この結果、ブラジルの高コスト体質は温存され、インフレや経常赤字の拡大（後掲第2表）、財政赤字の拡大といった問題が顕在化している。

第7図は、主要国の製造業生産コストを比較したものであるが、ブラジルはドイツや日本よりも高コスト国となっている。また、財政状況も悪化している。2014年の基礎的収支（利払いを除いた収支）は2002年以降で初めて赤字に転落、財政収支もGDP比▲6.6%まで悪化した（第8図）。

ルセフ政権は、ようやく財政再建に着手するも、緊縮策への反発は強く、与党内でも足並みに乱れ

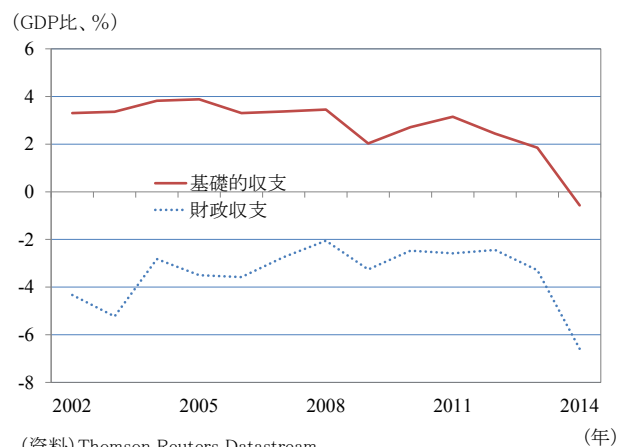
今年1月に正式に発足した第2期ルセフ政権は、財政規律重視派のレヴィ氏を財務相に起用し、2015年の基礎的収支をGDP比1.2%の黒字にすることを目標に掲げている。そのために、税控除の見直しや年金の削減、公共事業の削減などを進める方針を打ち出した。政府は、財政規律維持により内外投資家の信認を回復させ、投資流入を促進することを志向している。しかし、財政再建は短期的には景気悪化を伴う。ルセフ政権の支持率は1月には過去最低の23%まで低下しており、国民に不人気な緊縮策を実施することが難しくなりつつある。既に与党内からも緊縮策への反発が強まっているうえ、支持基盤である労働組合は年金削減への反発を強めており、一部の組合はデモを計画しているとの報道もある。

第7図：主要輸出国の生産コスト比較



(注)米国の生産コストを100とした指数(2014年)  
(資料)ボストンコンサルティンググループ

第8図：政府の財政収支



(資料)Thomson Reuters Datastream

産業界も緊縮策へ反発

産業界からは電気料金値上げ方針に対し反発が高まっている。ブラジルは水力発電への依存度が高く、足元の干ばつが電力供給懸念をもたらしている。政府は増加している火力発電のコストを補うため産業用電力の値上げを計画しているが、産業界はコスト高により国際競争力を失うと反対している。このようにルセフ政権の政権運営は前途多難な状況にある。

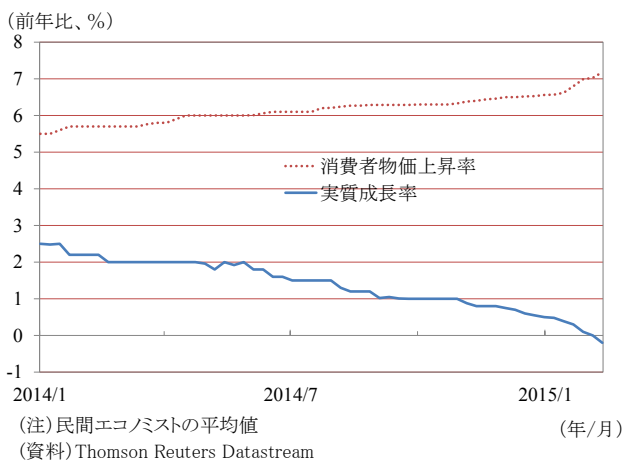
### (3) 見通し

2015 年の成長率は▲1.0%、2年連続のマイナス成長

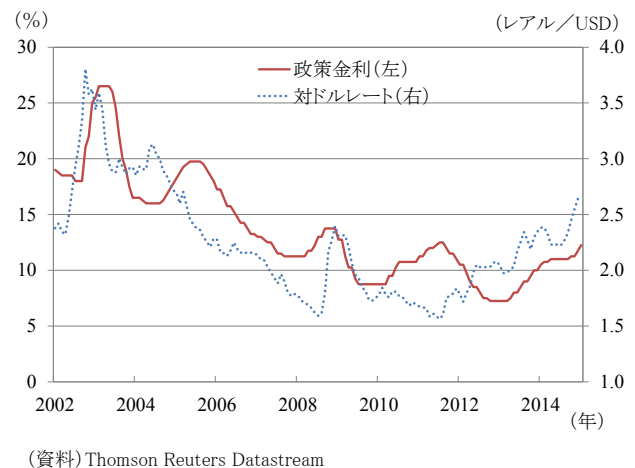
2015 年もブラジル経済は低迷が続く見込みである。2015 年の実質 GDP 成長率は前年比▲1.0%と 2 年連続でマイナス成長になる公算が大きい。中央銀行が集計する現地エコノミストの予想でも、2015 年はマイナス成長との見方が多くなっている（第 9 図）。

通貨安に伴うインフレを抑制すべく金融引き締め策の継続により（第 10 図）、消費と投資の低迷が続く見込みである。また、原油価格の下落も悪材料である。ブラジルが進めている深海油田開発が遅延し、設備投資を抑制する可能性が高いからだ。実際、国営石油会社ペトロブラスは最近になって、業績悪化を理由に 2015 年の設備投資計画を 3 割削減することを発表した。同社の投資額はブラジルの設備投資全体の約 1 割を占めており、3 割もの投資削減は、波及効果も含めて設備投資を大幅に抑制するとみられる。

第9図: 2015年見通しの推移



第10図: 政策金利と為替レート



下振れリスクとしては、干ばつによる電力不足が景気悪化に追い打ちをかける懸念がある。降雨不足が続くと、3月にも計画停電が実施される可能性がある。この場合、最大で実質 GDP を 1.5%押し下げるという試算もある。

国民の反発を受け、再び財政拡大路線への転換を余儀なくされた場合は、国債格下げのリスクも

また、緊縮財政への反発が拡大し、政府が再び財政拡大路線への転換を余儀なくされた場合、国債格下げのリスクが浮上する点にも留意が必要である。ブラジル国債（外債建）の格付けは、スタンダード&プアーズが投資適格級としては最低ランク、ムーディーズは下から 2 番目のランクになっており、格下げが実施された場合、投資適格級を失うことにつながりかねない。経常収支は GDP 比 4%前後の赤字となっているが（第 2 表）、これまでは旺盛な海外からの投資流入が経常赤字をファイナンスしていた。外貨準備高は足元で 3,500 億ドルを超えており、当面の外貨繰りに不

安はないとみられるが、投資適格の対象外となれば、資本流出が加速し、金融市場の波乱要因となりかねないことから注意が必要である。

第2表:ブラジルの経常収支

	2012年				2013年				2014年			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
経常収支(GDP比、%)	▲ 2.1	▲ 2.2	▲ 2.2	▲ 2.4	▲ 3.0	▲ 3.2	▲ 3.6	▲ 3.6	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 4.2
経常収支(億ドル)	▲ 120.6	▲ 131.9	▲ 89.0	▲ 201.0	▲ 247.0	▲ 184.8	▲ 171.0	▲ 208.3	▲ 252.6	▲ 183.8	▲ 194.7	▲ 278.4
財の貿易収支(同)	24.2	46.4	86.4	37.0	▲ 51.5	20.8	13.1	41.6	▲ 60.7	35.8	18.0	▲ 32.3
サービス・所得収支(同)	▲ 151.7	▲ 185.8	▲ 182.1	▲ 245.3	▲ 204.4	▲ 212.0	▲ 190.9	▲ 261.3	▲ 196.5	▲ 222.9	▲ 217.4	▲ 252.6
資本勘定(同)	3.8	5.5	▲ 32.2	4.1	2.8	3.8	2.7	2.6	1.9	1.4	0.8	1.7
金融勘定(同)	230.5	221.6	132.3	134.5	308.6	193.2	113.5	115.2	284.0	238.6	278.9	188.2
直接投資(同)	203.5	143.8	144.8	188.8	101.5	270.5	92.1	210.8	150.6	116.0	200.5	193.2
ポートフォリオ投資(同)	18.9	4.7	33.4	30.7	75.1	49.0	165.5	▲ 32.7	111.2	153.8	75.1	▲ 40.0
デリバティブ(同)	▲ 0.0	▲ 0.2	0.3	0.1	0.5	0.7	▲ 0.2	0.1	3.6	▲ 0.6	▲ 5.0	▲ 13.7
その他投資(同)	8.1	73.3	▲ 46.2	▲ 85.1	131.6	▲ 127.1	▲ 143.9	▲ 63.0	18.6	▲ 30.6	8.4	48.8

(資料) Thomson Reuters Datastream

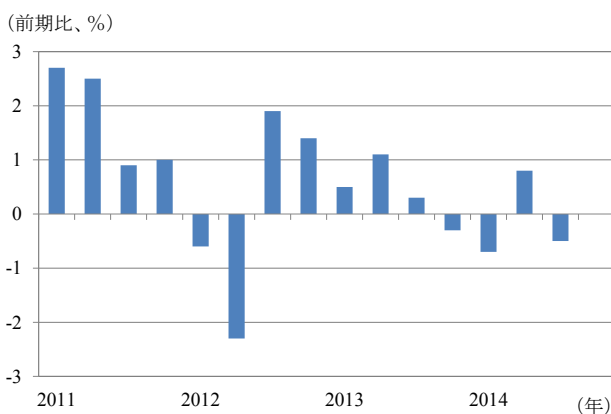
### 3. アルゼンチン

#### (1) 景気の現状

景気はテクニカルデフォルトの影響もあり一段と悪化

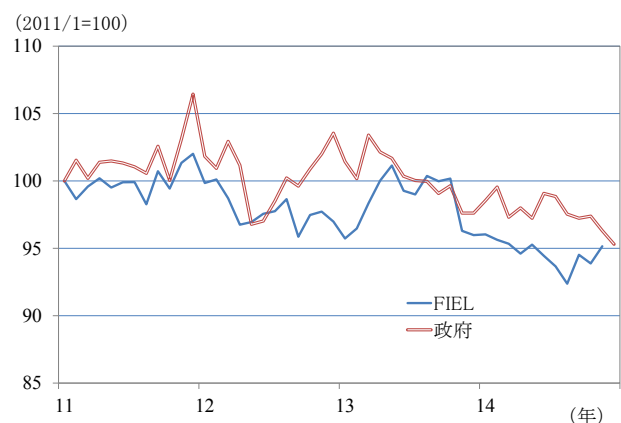
アルゼンチン経済は2014年7月に発生したテクニカルデフォルトの影響もあり、一段と悪化している。外貨の調達が一層困難になったことで、生産に必要な中間財輸入が減少し、生産に悪影響が広がっているからだ。7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%となった(第11図)。さらには、アルゼンチンの政府統計は信憑性が低いと見られており、民間の推計ではマイナス幅は一段と大きい。

第11図:実質GDP成長率



(資料) INDEC

第12図:鉱工業生産



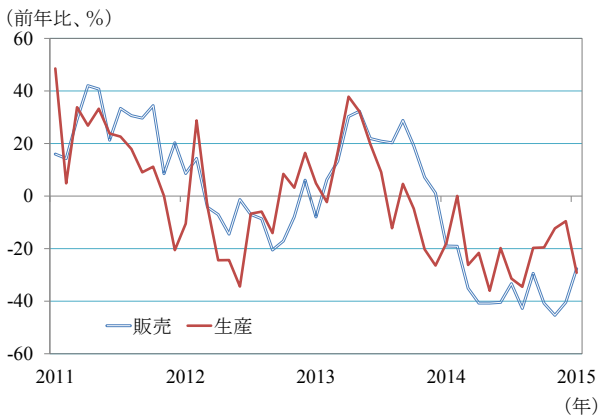
(資料) Thomson Reuters Datastream

民間統計によると10-12月期もマイナス成長

ラテンアメリカ経済研究財団(FIEL)発表の統計によると、10-11月の鉱工業生産は7-9月比+1.1%とやや持ち直しているが(政府統計では10-12月期は同▲1.6%) (第12図)、自動車販売や生産が依然として3割程度減少していること(第13図)や資本財生産も回復が鈍いこと(第14図)

などから判断すると、10-12月期も景気は低迷が続いているとみられる。民間の推計によると、10-12月期の実質GDPは前年比▲3.8%と7-9月期の同▲4.5%からマイナス幅はやや縮小するものの景気後退が続いているとみられる。

第13図：自動車販売、生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第14図：資本財生産



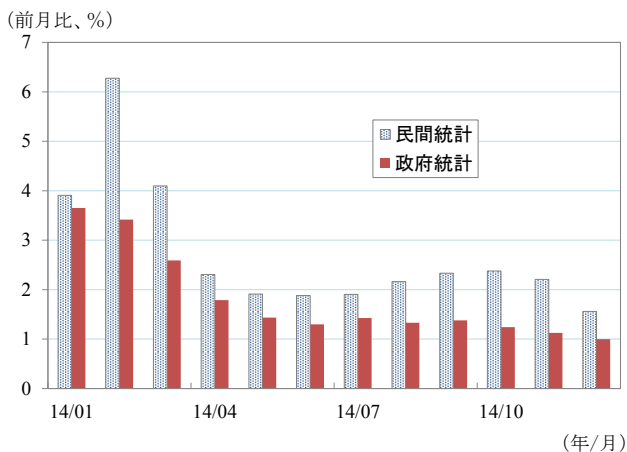
(注) 後方3ヵ月移動平均

(資料) Thomson Reuters Datastream

実態ベースの消費者物価上昇率は前年比30%台後半

インフレは高止まりしている。政府は消費者物価の新統計を2013年12月から公表しているが、民間推計の消費者物価統計との乖離幅が再び拡大している(第15図)。民間統計では、1月の上昇率は前年比+35.8%と依然として高い(第16図)。インフレに所得の伸びが追いついておらず、民間消費は過大評価が疑われる政府GDP統計でも、2014年1-3月期以降、前年割れが続いている。

第15図：消費者物価



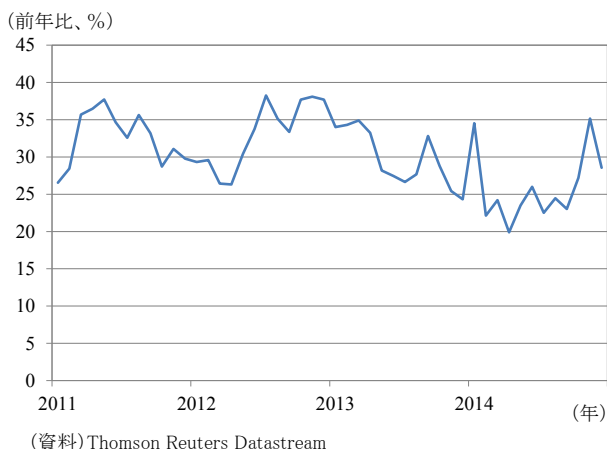
(資料) Thomson Reuters Datastream, State Street

第16図：消費者物価(民間)

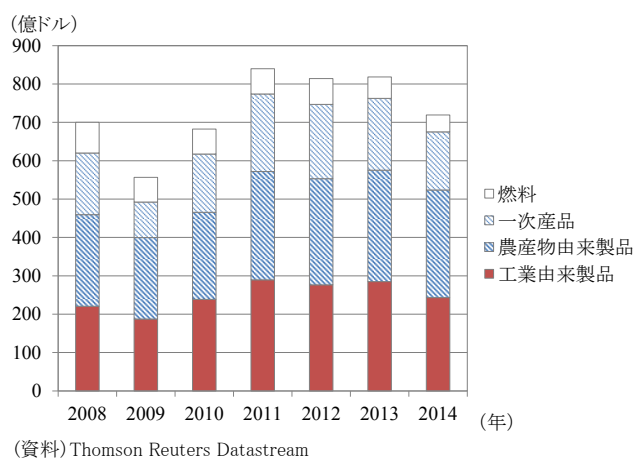


(資料) State Street

第17図: マネーサプライ(M2)



第18図: 品目別輸出



マネーサプライの増加率は、昨年前半に一度低下していたが、年後半には再上昇もみられた（第17図）。輸入規制による物資不足も続いており、インフレが早期に終息する可能性は考えにくい。

内需の低迷に加え、輸出も減速している。2014年通年の輸出は前年比▲12.1%と二桁減となった。一次産品（農産物製品含む）（同▲9.6%）、工業製品（同▲14.6%）共に減少した（第18図）。世界的な需要鈍化に加え、高いインフレ率にもかかわらず為替レートは十分切り下がっておらず、実質為替レートは割高な水準にあり、アルゼンチン製品は価格競争力を失っている。

輸入規制にもかかわらず、2014年の貿易黒字額は2000年以降で最小

政府は財輸入の半年分を下回っている外貨準備高(1月:約315億ドル)を維持するため、輸入管理を一層強化している。2014年の輸入は前年比▲11.4%と大幅に減少したが、輸出の落ち込みを補うことはできず、2014年の貿易黒字(67億ドル)は2001年以降で最も黒字幅が小さくなった。なお、2014年の経常収支は約▲60億ドルの赤字と前年の▲48億ドルから赤字幅が拡大した。

## (2) 見通し

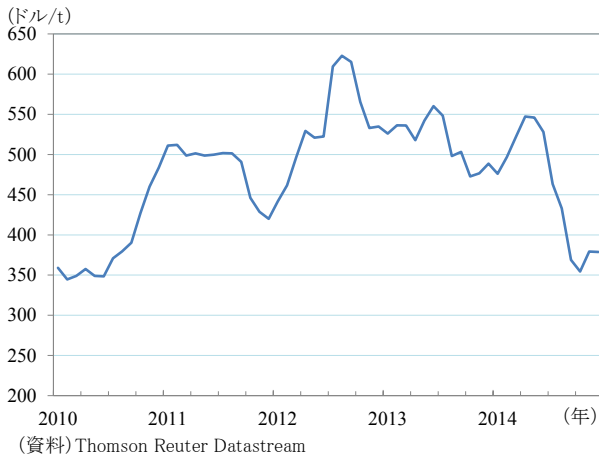
経済統制に加え、主力輸出品の大豆価格の下落により、経済は厳しい状況が続く見込み

経済統制の強化に加え、輸出の約4分の1を占める大豆価格の下落もあり、アルゼンチン経済は厳しい状況が続く見込みである。直近の大豆価格は370ドル/トン(期近先物)前後と2010年以来の安値水準にあり、昨年と比べ2割以上下落している(第19図)。

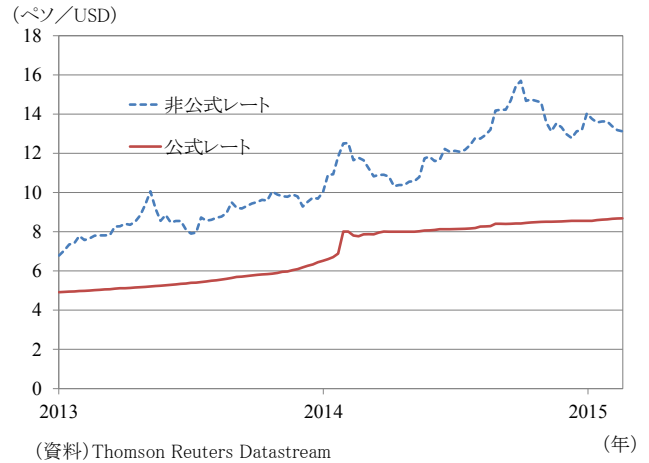
外貨獲得の主力手段である大豆輸出が減速するなか、2015年の対外債務の元本支払い予定額は約130億ドルと足元の外貨準備高の41%相当に達している。実態比割高な公式レートを維持することが困難になり、金融市場では通貨急落リスクが煽っている(第20図)。



第19図:大豆価格



第20図:為替レート



## 2年連続でマイナス成長へ

政府による経済統制強化により、海外からの資本流入増加を期待することは困難である。2015年10月に実施予定の大統領選挙までは現行の政策が続くとみられ、経済が好転するシナリオを描くことは難しい。2015年の実質GDP成長率は前年比▲2.0%と2年連続のマイナス成長を予想する。2015年の消費者物価上昇率は、政府公表ベースでは前年比+24.0%と予想するが、実態ベースでは同+30%台半ばとなるだろう。

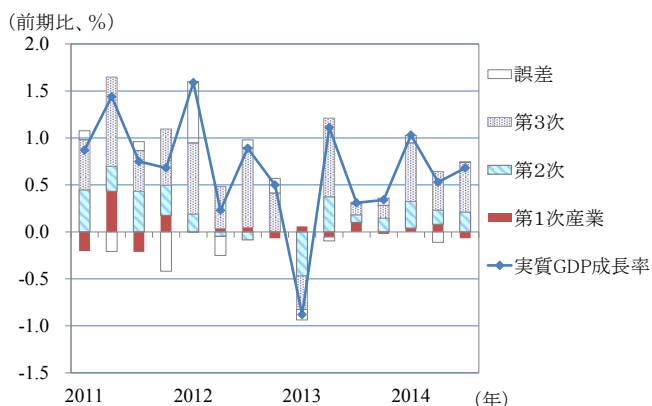
## 4. メキシコ

### (1) 景気の現状

10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%へ加速、2014年通年では2.1%成長

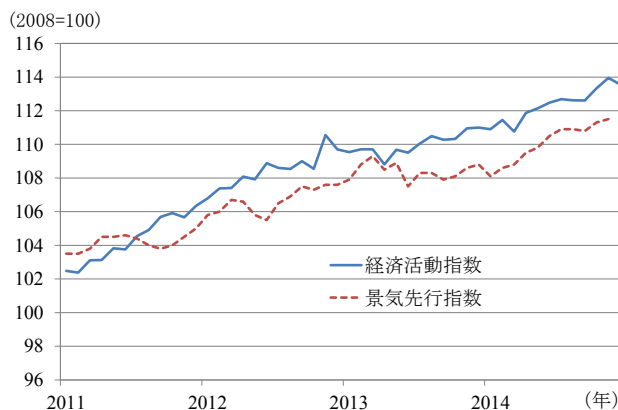
メキシコ経済は緩やかな回復が続いている。10-12月期の実質GDP成長率は米国向け輸出が牽引役となり前期比+0.7%と7-9月期(同+0.5%)から加速した(第21図)。産業別にみると、製造、建設業などの第2次産業、サービス業を中心とした第3次産業がともに堅調で、鉱業を含む第1次産業の不振を相殺している。2014年通年の実質GDP成長率は前年比+2.1%と、2013年(同+1.4%)から加速した。先行きについても、景気先行指数が2014年初から上昇基調にあるなど、当面、景気回復が続くことを示唆している(第22図)。

第21図: 実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第22図: 経済活動指数・景気先行指数

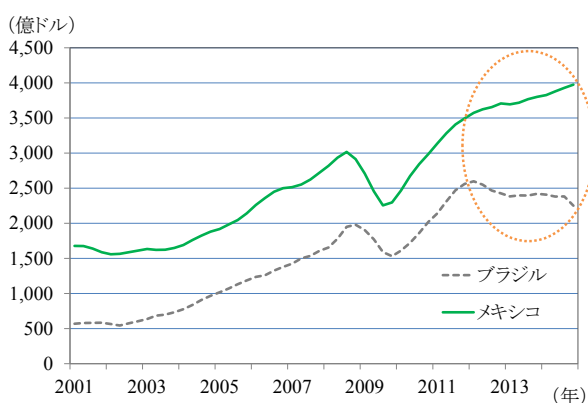


(資料) Thomson Reuters Datastream

**米国向け輸出が堅調な製造業に加え、公共事業の増加を受け建設業も好調**

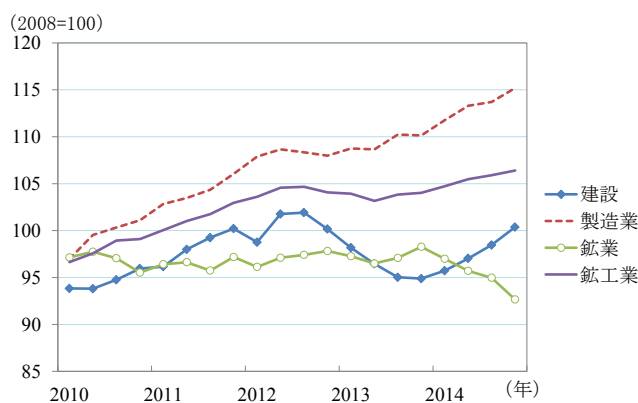
景気回復を支えているのは、主に米国向け輸出である。短期的には米国の景気回復の恩恵を受けているが、これまで輸出競争力を高めてきたことも奏功しているといえる。前掲第7図で示したように、米国を100とした場合のメキシコの製造業生産コストは91と中国(96)を下回っており、中南米のライバルであるブラジル(123)と比べ26%も割安な水準にある。このコスト格差は両国の輸出金額の差に表れており、足元のブラジルの輸出額はメキシコの6割弱に止まっている(第23図)。リーマンショック前と足元の輸出額の伸び率を比較すると、メキシコが1.32倍、ブラジルは1.14倍と大きな差が生じている。輸出拠点として製造業が活況であることに加え、公共事業の増加も建設投資に追い風になっている(第24図)。生産・輸出の回復は雇用環境の改善を通じ、消費増加に寄与している模様である(第25図、第26図)。

第23図: メキシコとブラジル、輸出額の比較



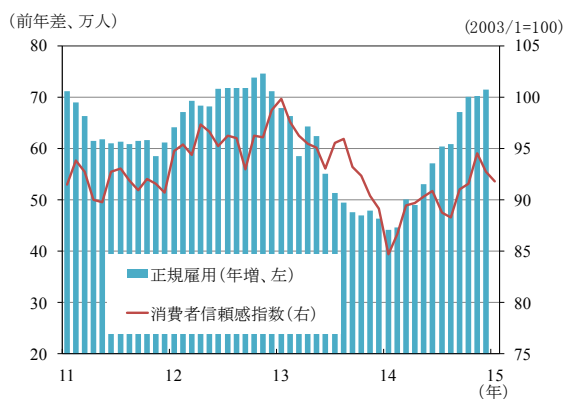
(注) 4四半期の累計額。  
(資料) Thomson Reuters Datastream

第24図: 鉱工業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第25図:消費者マインド、雇用



(資料) Thomson Reuters Datastream

第26図:小売売上(数量)

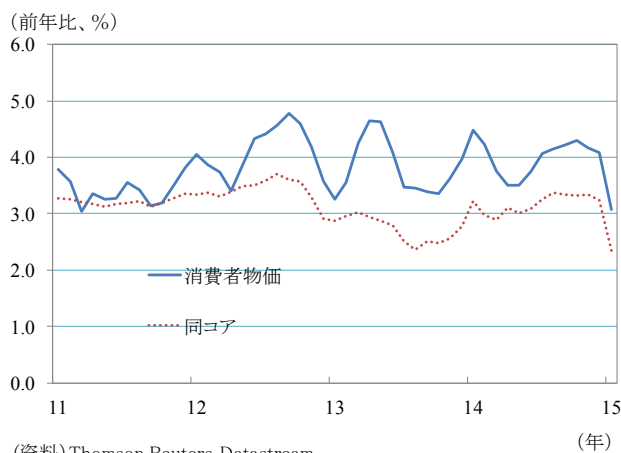


(資料) Thomson Reuters Datastream

インフレ率は原油  
価格下落に加え、電  
話料金の引き下げ  
などを受け低下

インフレ率は足元で低下が顕著になっている。ガソリン価格の低下に加え、1月の長距離電話料金の引き下げなどにより、1月の消費者物価上昇率は前年比+3.1%、コア物価も同+2.3%へ低下した(第27図)。また、川上の物価動向を示す生産者物価上昇率も同▲0.7%(1月)に低下している(第28図)。原油価格下落によりペン安傾向が続いているものの、インフレ率の低下を受けて中央銀行は現行の緩和スタンスを維持するとみられる。

第27図:消費者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

第28図:生産者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

## (2) 見通し

米景気の回復と公  
共事業、低金利が景  
気回復を下支え

メキシコは産油国であるが、石油掘削業が名目国内総生産(GDP)に占める割合は6%程度にすぎず、原油価格下落の景気へのマイナス影響は比較的軽微とみられる。また、景気回復が続く米国向けの製品輸出の比率が高いことや、米国向け輸出増加に伴う設備投資の拡大に支えられ、2015年の成長率は緩やかながら加速する見込みである。物価安定がもたらす低金利も景気回復を支えるだろう。2015年の実質GDP成長率は前年比

構造改革により、  
今後 10 年間で潜在成長率を 1%押し上げる可能性も

+3.1%と 2014 年の同+2.1%を上回ることが見込まれる。

中長期的にも構造改革が潜在成長率を押し上げることが期待される。2014 年 8 月にはエネルギー部門改革関連法案が成立、外資導入により生産能力の拡大や効率化が見込まれる。エネルギーの他にも、金融や通信分野でも改革を進めており、経済協力機構（OECD）は、こうした一連の構造改革により、今後 10 年間の潜在成長率を年間 1%押し上げると試算している。景気が低迷する中南米諸国のなかで、メキシコ経済の堅調さが際立つことになろう。

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 竹島 慎吾 shingo\_takeshima@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、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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、弊社ホームページでもご覧いただけます。