

中南米経済の見通し

～ブラジルは政治の混乱が再び波乱要因に～

1. ブラジル経済

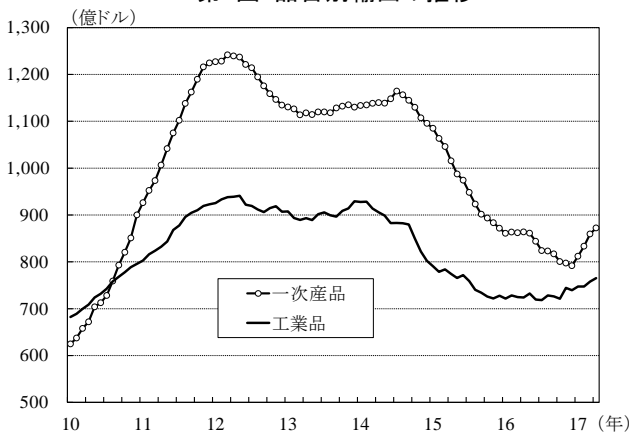
(1) 景気の現状

ブラジルの景気は漸く底打ちの兆しが出てきた。世界景気の改善と一次産品市況の底入れで、工業品輸出は増勢に転じつつあり、また、一次産品輸出も持ち直してきた（第 1 図）。その結果、企業マインドも改善してきており、足元では 5 月の製造業の購買担当者景況感指数（PMI）が約 2 年ぶりに 50 を超えた。

1-3 月期の経済活動指数（IBC-Br）は、2016 年 10-12 月期に比べ+1.1%上昇した。同指数は GDP の代理指数と言われており、その動きからすると 1-3 月期の実質 GDP は前期比ベースで 9 四半期ぶりにプラス成長となると目されている。ブラジル経済は漸く長いトンネルから抜け出そうとしているとは言えそうだ。

しかし、景気は底入れしつつあるとは言え、その勢いは鈍い。最大の需要項目である個人消費については、消費者マインドには改善がみられるものの、高い失業率、住宅価格の下落などを背景に、軟調が続いている。個人消費の伸び悩みにより、鉱工業生産も、下げ止まりこそ確認できたものの、足元の動きは一進一退に止まっている（第 2 図）。

第1図: 品目別輸出の推移



(注)12ヵ月累計額。
(資料)ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

第2図: 鉱工業生産の推移



(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

政策面に目を転じると、保守中道のテメル政権の経済政策は緊縮的で、短期的な需要喚起策には否定的である。昨年末には財政支出の一部を向こう 20 年間に亘って前年のインフレ率以下に抑制するという「上限法」を成立させている。テメル政権が志向しているのは、政府規模の縮小による民間経済の活性化、投資の拡大という供給サイドの構造改革であると言える。

もともと、足元の財政状況をみると、連邦政府の基礎的財政収支は 2016 年から名目

GDP比2%以上の赤字が続いている（第3図）。赤字拡大には歯止めがかかった模様であるが、税収の落ち込みと法律で定められた義務的な支出の増加により、明確な改善には至っていない。

財政構造改革には、年金制度の見直しが不可欠とされている。ブラジルの年金の平均支給開始年齢は51歳である。先進国と比べてブラジルの年金受給者は優遇されており、また、近隣諸国と比較しても、将来の年金関連の支出拡大が国家財政に与える負担は大きい（第1表）。



第1表：ラテンアメリカ各国の年金財政収支試算
(名目GDP比、%)

	2015年 (実績)	2020年 (予測)	2050年 (予測)
アルゼンチン	▲ 3.0	▲ 2.8	▲ 6.8
ブラジル	▲ 3.2	▲ 5.1	▲ 25.3
チリ	▲ 3.6	▲ 3.0	▲ 3.8
コロンビア	▲ 4.8	▲ 4.3	▲ 2.8
メキシコ	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 3.0

(資料) IMF Working Paper (WP/17/94)より
国際通貨研究所作成

年金改革法案は現在下院で審議が続いているが、連立与党内にも法案に反対する向きが多く、難航している。既に、兵士、軍警に加え、教員や警察の年金を改革の対象外とする修正を余儀なくされたにも関わらず、法案可決に必要な議員定数の6割の賛成を得る目途は立っていない。政府は、反対している与党議員を説得し5月中に採決に持ち込む意向であったが、ここで急浮上したのがテメル大統領に対するクーニャ前下院議長買収疑惑（口止め料を支払う発言を録音されていたとされる）である。

今回のスキャンダルはテメル大統領本人に関わるものである。ブラジルには現職の大統領を捜査対象としない慣行があるが、最高裁は事件の重要性から大統領に対する捜査開始を認めたと現地紙は報じている。連立与党内からもテメル大統領の辞職を求める声上がるなど、ブラジル政界は混乱に陥っている。政局混乱から年金改革法案の審議は先送りされる可能性が出てきた状況と言える。

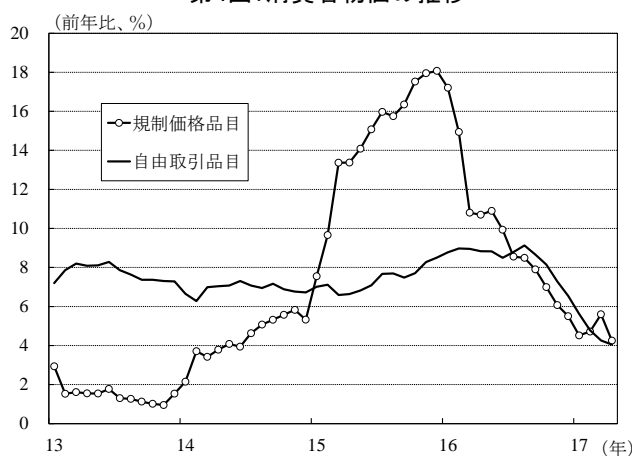
(2) 見通し

ブラジル経済の足取りが未だ覚束ない中、政治面での不透明感の強まりがこの先の景気に悪影響を及ぼすことが懸念されるが、朗報はインフレ率の鈍化が続いていることである。低調な景気やリアル高の進展を反映し、自由取引品目のインフレ率は昨年後半から顕著に低下している。4月の消費者物価上昇率は前年比+4.1%と、ブラジル銀行のインフレ目標(4.5%±2.0%)の中心を下回った(第4図)。今後は、規制価格品目の上昇率低下が一

巡したためテンポは鈍るものの、インフレ率は引き続き緩やかに低下していく見込みである（第4図）。

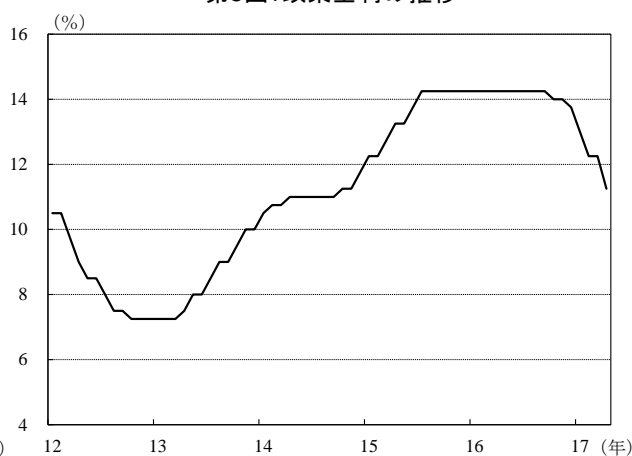
ブラジル銀行は、昨年10月から合計3.00%の利下げを実施し、現在の政策金利は11.25%となった（第5図）。インフレ率の低下によりなお利下げ余地は残っていると考えられ、国内需要を下支えすることが想定される。

第4図：消費者物価の推移



(資料)ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

第5図：政策金利の推移



(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

世界経済の回復が続くことは資源関連を中心に輸出の拡大にプラスとなり、金融緩和も景気のサポート要因となるものの、それでも2017年のブラジル経済の回復は緩やかなものに止まざるを得まい。雇用・所得環境は厳しい状況が当面続くほか、政局の混乱から、テメル政権が志向していた構造改革の推進による投資呼び込みに暗雲がたちこめてきているためである。2017年の実質GDP成長率は前年比+0.5%に止まる見通しである。一方、インフレ率が同+4%台に落ち着くことで利下げは今後も継続され、本年末の政策金利は10%以下に引き下げられると見込む。2018年になると、雇用・所得環境の底入れや利下げの累積的な効果などを受け、実質GDP成長率は同+1.9%と小幅に持ち直すと予想するが、仮に政局の混乱が長期化した場合には、成長率の下振れリスクが高まろう。

2. メキシコ経済

(1) 景気の現状

2017年、メキシコ経済は米国でのトランプ政権誕生による対米関係の悪化への懸念で幕を開けたが、1-3月期の実質GDP成長率は前年比+2.6%と、実際には比較的堅調な成長となった。前期比でも+0.7%と、昨年10-12月期と同率の成長となり、顕著な減速は見られない。産業別では、第2次産業こそ前年比でマイナス幅が拡大し低調な結果となったものの、前期に続き第1次産業が景気回復に大きく貢献し、第3次産業も堅調であった。

反メキシコ的な言動が目立ったトランプ米大統領への警戒から急落していた消費者マイ

ンドについても、国境の壁建設については財源の手当てができなかったこと、国境税についても具体化ができていないことなど、トランプ大統領の政策遂行のもたつきをみて、持ち直しに転じているようだ。例えば消費者信頼感指数をみると、1月には70.0ポイントまで落ち込んだが、直近4月には84.3ポイントにまで急回復している。これはトランプ大統領当選時の水準（2016年11月：83.8）をわずかながらも上回る（第6図）。

また、企業マインドも回復してきた。製造業購買担当者景況感指数（PMI）をみると、年初落ち込んだ新規受注指数は、5月には昨年10月（54.93）にほぼ並ぶ54.86ポイントまで上昇している。加えて、為替市場も落ち着きを取り戻しつつある。1ドル=20ペソ台に下落した1月から、足元では同19ペソ付近に持ち直しており、トランプ政権が続く限り対米関係を手放しで楽観できるわけではないが、ひとまずメキシコ経済は大きな動揺は回避したという状況であろう。

もともと、過剰な警戒感は薄れつつあるとはいえ、トランプ政権誕生の余波が实体经济に影響を及ぼしつつあるのも事実である。4月の消費者物価は前年比+5.8%まで上昇率が加速してきている（第7図）。為替の下落が一段落し上流のインフレ率（生産者物価上昇率）もピークアウトしたとはいえ、これまでのインフレがエネルギーなど輸入関連財から他の財やサービスへ波及し始めている。インフレは当分、消費者の購買力を下押しする要因となろう。

第6図：消費者信頼感指数の推移



(資料)メキシコ地理統計院統計より国際通貨研究所作成

第7図：物価の推移



(資料)メキシコ銀行統計より国際通貨研究所作成

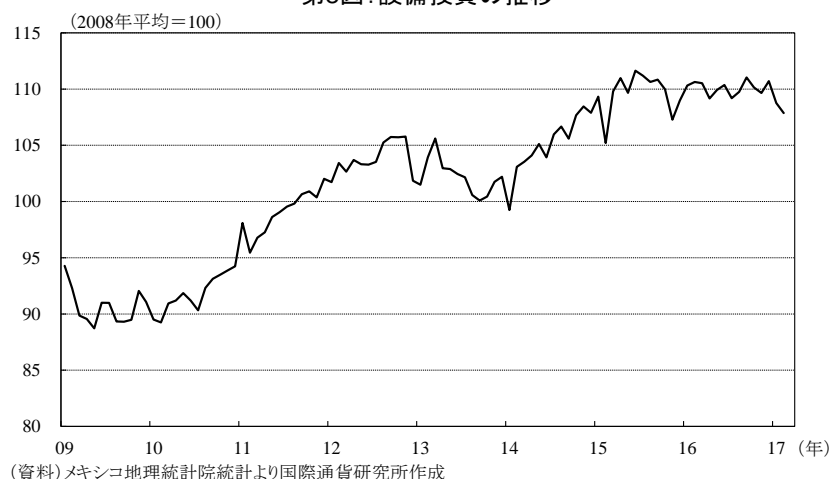
(2) 見通し

対米関係の不確実性は依然として残っている。最も懸念されるのは、メキシコ経済を支える外資系企業の動向である。メキシコは世界最多の46カ国と自由貿易協定を締結し、米国やカナダへの輸出基地として自国立地を外資企業に売り込んできた。年間の直接投資受入額は約300億ドルにのぼる。これはメキシコの固定資本投資の1割強に相当する金額である。

海外からの直接投資については、少なくとも統計で確認できる昨年10-12月期までにつ

いては落ち込みは観察されない。しかし、企業の設備投資には足元でやや気掛かりな動きがみられる。設備投資指数はこれまで横這い圏内の動きを続けてきたが、年明け以降、減少に転じる兆しがみられる（第8図）。米墨関係の不透明感が払拭できないと、企業は長期的な投資にコミットすることを避け、様子見姿勢が支配的になると考えられるが、設備投資の軟化はこうした企業行動の表れであることが懸念される。景気失速のリスクは後退したものの、トランプ政権の対墨政策は不透明感が強く、メキシコ経済の先行きは決して楽観できない。2017年の実質 GDP 成長率は+1.7%に止まろう。2018年については、インフレの沈静化などを受け、実質 GDP 成長率は同+2.0%程度までは持ち直すものの、成長率の水準は引き続き低めになるものと予想する。もともと、NAFTA の見直しについては、大幅な関税引き上げなど企業の立地選択に重大な影響を及ぼすものとはならず、通商政策面の不透明感は徐々に薄れていくと想定される。

第8図：設備投資の推移



3. アルゼンチン経済

(1) 景気の現状

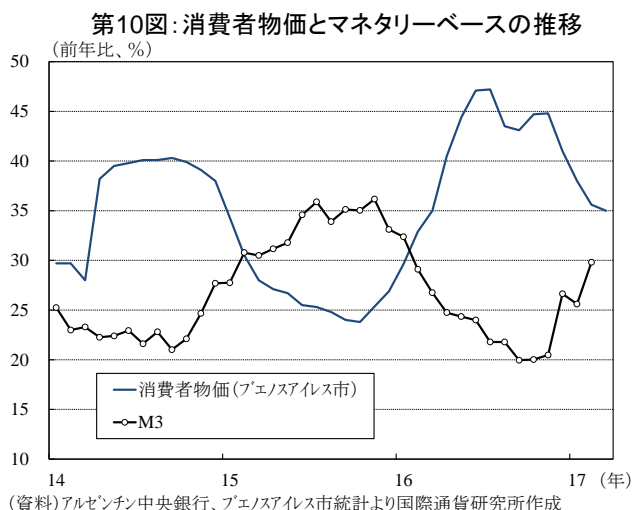
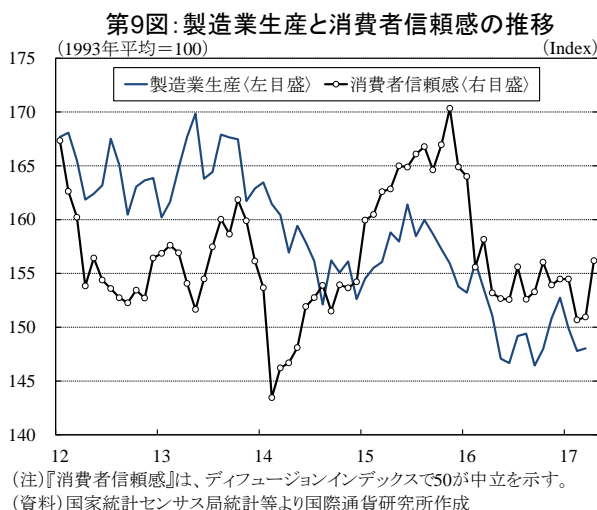
アルゼンチンの昨年の実質 GDP 成長率は前年比▲2.3%となった。需要項目別にみると、個人消費と固定資本投資が同▲1%ポイントずつ成長率を押し下げたほか、純輸出の寄与度も同▲0.6%ポイントであった。かろうじてプラス寄与となったのは調整が一巡していた在庫投資（統計誤差を含む）だけであり、内・外需ともに振るわなかったことを示している。ブエノスアイレス市のインフレ率は前年比+41.2%と依然高く、典型的なスタグフレーションに見舞われた一年であった。

在庫削減のための減産は終了したものの、需要回復の見通しが立たないことから、製造業の生産は低水準に止まっている（第9図）。高いインフレや雇用情勢の悪化で家計の実質的な購買力が弱まっているほか、消費者マインドは低迷したままであり、個人消費が回復する見通しは立っていない。加えて、高金利に惹かれた投機資金流入でペソ相場が下が

り切らないことが、輸出の下押し要因となっている。

インフレ率は足元で同+40%台からは低下したものの、依然として同+35%前後の高インフレが続いている（第10図）。マネーサプライの伸び率が再び加速してきていることもあり、インフレの終息までにはまだ時間がかかる見通しである。マクリ政権は民間経済の活性化、市場機能の回復を志向しているが、長年の市場統制のツケは大きく、目立った成果を出すまでには至っていない。

アルゼンチンでは、10月に中間選挙が実施される予定である。中道志向のマクリ政権であるが、選挙を前にして支持率を意識せざるを得ず、思い切った緊縮政策はとれそうにない。そのため景気の極端な落ち込みは回避している反面、インフレ率の低下が遅れている。止むを得ない面があるものの、経済の正常化に必要な調整は先送りされているといえよう。2016年の基礎的財政収支はGDP比▲4.5%となったが、2017年も同▲4.2%となる見込みである。



(2) 見通し

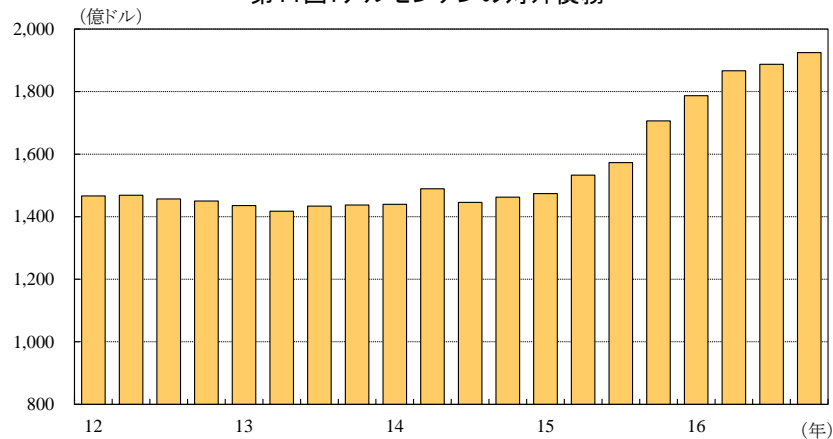
景気は厳しい局面にあるが、国際金融・資本市場に復帰したことで外貨準備は増加傾向に転じている。2016年3月には一時230億ドル程度にまで減少したものの、今年4月には482億ドルへと倍増している。

ただし、増加の主因は対外的な借入増であり、輸出により獲得した外貨ではない（第11図）。そのうえ1-3月期の貿易収支は▲109億ドルと、再び赤字になっている。工業品の生産力に劣るアルゼンチンでは国内で需要が拡大すると輸入が増加し易く、外貨が不足することになる。

外貨不足という壁が存在するため、経済成長率を高めることは容易ではない。そもそも、高インフレ（2017年の消費者物価上昇率の見通し：前年比+25%）が残るなかでの内需の自律的な反発は期待し難く、また、最大の輸出先であるブラジル（シェア17%）の景気回復ペースが鈍いため外需主導の回復シナリオも想定し難い。こうしたことから、景気

の持ち直しは力強さを欠き、2017年の実質 GDP 成長率は前年比+2.0%に止まるだろう。2018年については、年後半以降に高インフレが一巡するとみられるため、実質 GDP は同+2.3%とやや加速するとみられる。ただし、リーマンショック前の景気回復期（03年～07年）の平均実質 GDP 成長率が9%近く（同じ期間のブラジルの平均成長率は同+4%程度）であったことと比べれば、景気は両年ともに回復感の乏しい展開が続くと言わざるを得ない。

第11図：アルゼンチンの対外債務



(注) 2016年は推計値。
 (資料) 国家統計センサス局統計より国際通貨研究所作成

4. 他のラテンアメリカ諸国について

アルゼンチン並みの経済規模を持つベネズエラでは経済危機が長期化している。IMFによると2016年の実質 GDP 成長率は前年比▲18%、インフレ率は同+255%と推定されている。2017年もマイナス成長が続くほか（IMF 予想では同▲7.5%）、インフレ率は2017年が同+720%、2018年が同+2000%と悪化の一途を辿ると予想されている。食品や医薬品の不足が深刻で、乳幼児の死亡率なども上昇している。総選挙の実施を求める野党と政府の対立は激化しており、政府は反対派の弾圧に追われ、経済政策は事実上無策の状態である。経済状況の好転は当面見通せない。また、チリ、コロンビア、ペルーも景気は鈍化傾向が続き、2016年の実質 GDP 成長率が前年比+3%を上回ったのはペルーだけであった。

今年は、世界経済の回復や資源価格の安定などを背景に、ラテンアメリカ各国の成長率は総じて持ち直すと予想するが、主要6ヵ国（ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、チリ、コロンビア、ペルー）の実質 GDP 成長率は今年が前年比+1.4%、2018年も同+2.2%と緩やかな回復に止まるだろう（第2表）。

第2表：中南米経済の見通し総括表

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.6	0.5	1.9	8.7	4.5	4.2	▲ 235	▲ 250	▲ 400
メキシコ	2.3	1.7	2.0	2.8	4.8	3.0	▲ 279	▲ 250	▲ 260
アルゼンチン	▲ 2.3	2.0	2.3	38.0	25.0	20.0	▲ 150	▲ 180	▲ 200
中南米全体(注)	▲ 0.8	1.4	2.2	10.6	7.2	5.8	▲ 880	▲ 890	▲ 1,070

(注)実質GDP成長率と消費者物価上昇率は主要6ヵ国(アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー)の数値を2015年のドル建て名目GDPウェイトで加重平均したもの。経常収支は主要6ヵ国の合計値。

(資料)各国統計等より国際通貨研究所作成

(国際通貨研究所 森川 央)

照会先：国際通貨研究所 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、宜しくごお願い申し上げます。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、弊行ホームページでもご覧いただけます。