

# 中南米経済の見通し

～回復方向だが各国の政治情勢に波乱要素あり～

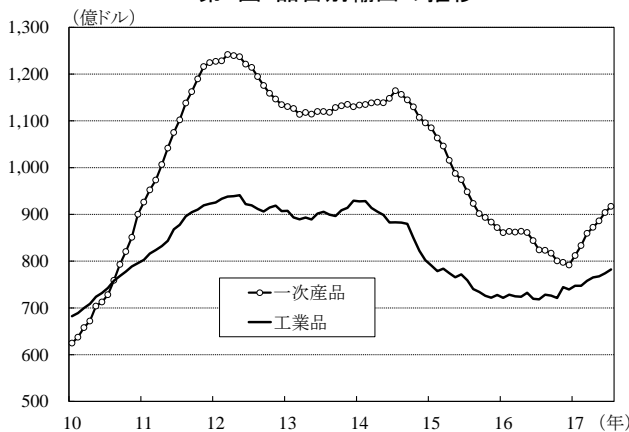
## 1. ブラジル

### (1) 景気の現状

ブラジル経済は緩やかな回復に向かい始めた。世界景気の改善と一次産品市況の底入れで一次産品輸出が回復してきているほか、工業品輸出も下げ止まりから若干の持ち直しが確認できる（第1図）。1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.0%となり、2年ぶりにプラス成長に戻った。4-6月期も同プラス成長を維持したものと見られ、ブラジル経済はようやく長いトンネルから抜け出したと言えよう。

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、失業率の上昇・高止まり、住宅価格の下落などを背景に軟調が続いている。鉱工業生産は月次ベースで昨年初から一進一退（第2図）、四半期ベースでは直近4-6月期に前期比+0.9%と1-3月期の同+1.1%から増加ペースが鈍っている（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

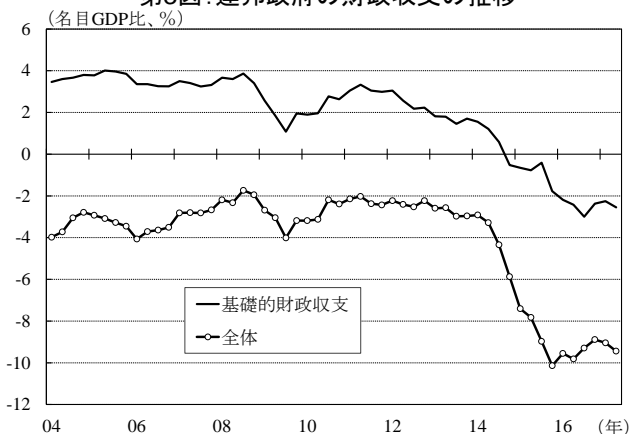
政治的な混乱も懸念材料である。5月にテメル大統領自身の収賄疑惑が発生し、ルセフ前大統領と同じように弾劾を受けるのではないかという観測が浮上した。その後、反政権派に対する切り崩しが奏功し、国会はテメル大統領への告発受け入れを否決、テメル政権は崩壊の危機を回避した。もっとも、政権は引き続き逆風にさらされている。世論調査によると81%が大統領の告発を求めており、政権への支持率は一桁台に低迷している。政権の指導力は弱いと言わざるを得ない。

今後の重要施策としてテメル政権は年金制度改革を掲げている。ブラジルの年金支出は、65歳以上人口が全体の8%と低い比率に止まっているにも関わらず、すでに名目GDP比

で 7.4%に上っている。高齢化が進行している先進国（OECD 加盟国の平均）でも、全体の 16.2%を占める 65 歳以上人口に対する支払額は名目 GDP 比で 7.9%に止まっていることを考えると、ブラジルの年金制度は過度に受給者に有利で、財政の大きな負担になっていると考えられる。年金制度改革は避けて通れない重要課題であるが、改革実現のためには憲法改正に準ずる手続きが必要であり、具体的には、上下両院でそれぞれ 2 回、全議席の 3 分の 2 以上の賛成を得る必要がある。政治的には非常に高いハードルと言えるだろう。最近の調査では有権者の 71%が年金改革に反対しており、与党議員からも様々な特例、適用除外を設けようとする動きが強まっている。この結果、改革の実効性は薄められ、法案が骨抜きにされてしまう可能性が指摘されている。

財政赤字は足元でも拡大傾向にある。政府は間接税の引き上げなど増収策を発表しているが、不況による歳入減少を補うには至っていない。今年の政府目標（基礎的財政収支の赤字を名目 GDP 比 2.1%以内に抑制）の達成は困難だとみられ、基礎的財政収支の赤字は名目 GDP 比で 2.6%、財政赤字全体では同 9.5%程度になると見込まれる（第 3 図）。財政赤字の拡大は政府債務残高の急速な積み上がりに繋がっており、2014 年末に名目 GDP 比 56.2%だった債務残高は、2015 年には 60%を突破、足元では 73.1%に達している（第 4 図）。債務の 95%は内国債であり直ちに通貨危機を引き起こす可能性は比較的小さいと考えられるが、その累増に歯止めをかけない限り、国債格付けの投資適格級への引き上げは望むべくもない。

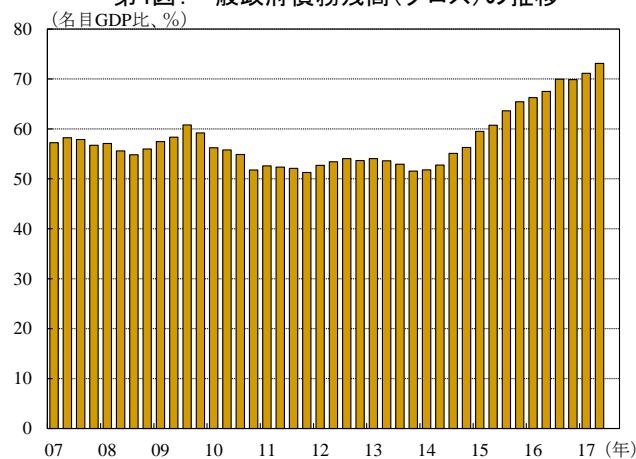
第3図：連邦政府の財政収支の推移



(注) 過去12ヵ月間累計の収支。

(資料) ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

第4図：一般政府債務残高(グロス)の推移



(資料) ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

## (2) 見通し

底入れしたとはいえ勢いに欠けるブラジル経済だが、朗報はインフレ率の鈍化が続いていることである。7月の消費者物価上昇率は前年比+2.7%と、ブラジル銀行のインフレ目標（前年比+4.5%±2.0%）の中心を大きく下回った（第 5 図）。インフレ率の低下が続いているため、ブラジル銀行は政策金利（Selic rate）を昨年 10 月からの合計 7 回の政策決定会合の全てで引き下げ、現在の水準は 9.25%となっている。政策金利が一桁になるの

は2013年8月以来、約4年ぶりである。

政府が財政赤字の補てんのために計画している間接税や公共料金の引き上げが物価上昇要因になると見込まれるため、インフレ率がこの先、更に大きく低下することは想定し難い。ただし、その影響はせいぜい物価を前年比+1~2%ポイント程度、押し上げるに止まるとみられるため、インフレ率は同+4%台とブラジル銀行の目標圏内で推移する公算が大きい。低インフレと金利の低下は、国内需要の下支えになると見込まれる。

一方、年金制度の見直しに代表される構造改革は遅々として進みそうにない。そのため、ブラジル経済は、循環的には景気回復局面に入ったものの、構造改革推進などを背景とした中長期的な観点での成長期待が高まる展開にはなり難い。一般の工場ワーカーの賃金を比較すると、サンパウロ（ブラジル）は、ブエノスアイレス（アルゼンチン）よりは低いものの、その他のラテンアメリカ諸国と比べるとかなり高い（第6図）。アジアのライバル国と比べても、バンコク（タイ）の2.2倍、ホーチミン（ベトナム）の4.0倍の水準である。先述した寛大な年金制度以外にも、複雑な税制、高い税率、手厚い労働者保護が存在し、いわゆる「ブラジルコスト」が価格競争力を削ぐ要因となっている。ブラジルが一次産品頼みの経済構造から脱却するには、製造業を強化することで輸出の拡大、輸入代替を進める必要があるが、前途は多難と言わざるを得ない。

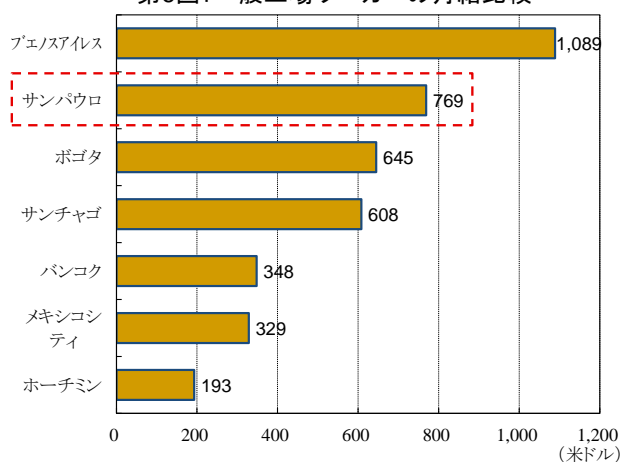
世界経済は安定しているものの、資源需要が大きく伸びるような環境ではなく、外需が牽引する成長は想定し難い。他方で、改革期待の高まりを受けた内需主導の力強い成長も見込まれない。実質GDP成長率は、2017年は前年比+0.5%と3年ぶりのプラス成長が見込まれ、2018年についても、雇用・所得環境の底入れや利下げの累積的な効果などを受け同+1.9%に持ち直すものの、回復ペースは緩やかなものに止まる公算が高い。

第5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6図: 一般工場ワーカーの月給比較



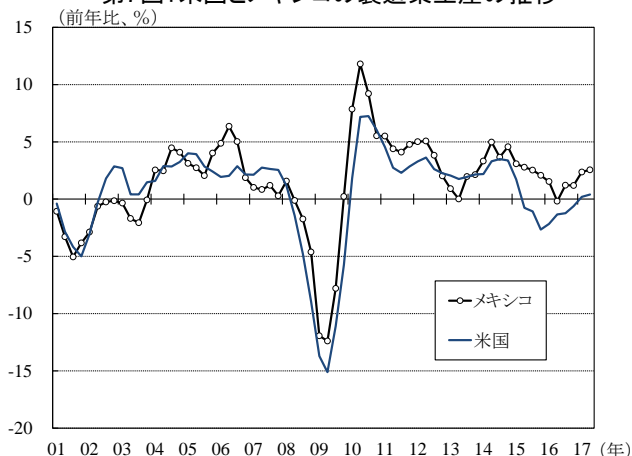
(資料)JETRO投資コスト調査より国際通貨研究所作成

## 2. メキシコ

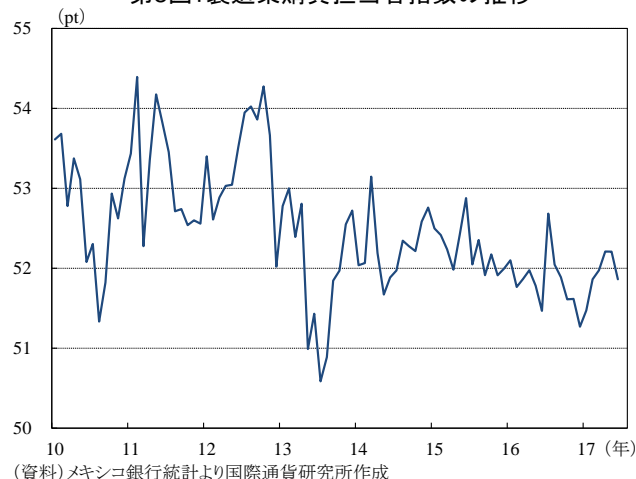
### (1) 景気の現状

メキシコでは、米国でのトランプ政権誕生後、対米関係の悪化への懸念からセンチメント指数が一時急落したが、その後の同政権による政策運営の停滞・混乱は逆にメキシコでの不透明感を和らげる結果となっている。消費者センチメント指数は、直近7月には86.6まで上昇し、トランプ大統領当選時の水準（2016年11月：84.3）を上回ってきた。实体经济の動きをみても堅調に推移している。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+1.8%と、前期からは減速したものの、同+2%前後の概ね安定的な成長を維持した。製造業は、米国での生産回復にも助けられ、昨年前半の減速局面から脱しつつあると判断される（第7図）。もっとも、企業経営者はメキシコ経済に対する比較的慎重な見方を変えていないようだ。7月の製造業購買担当者指数（PMI）は51.9と、一時に比べ持ち直してはいるものの、過去と比べると低い水準に止まっている（第8図）。8月から始まった北米自由貿易協定（NAFTA）の見直し交渉の帰趨が未だ不透明であることも一因だと思われる。

第7図：米国とメキシコの製造業生産の推移



第8図：製造業購買担当者指数の推移



米国とメキシコの経済は NAFTA により一体化が進んでいる。2014年の世界産業連関表によると、メキシコの第2次産業は米国の生産工程に1,236億ドル出荷（中間投入）し、最終需要向けに1,192億ドル出荷している（第1表）。それぞれ過去10年間で1.9倍、1.5倍に増加した。一方、米国の第2次産業もメキシコ生産工程に1,259億ドル、最終需要向けに386億ドル出荷している。米国からメキシコへの出荷額は、最終需要向けは少ないものの、生産工程向けについては、メキシコから米国への出荷額をわずかながら上回る規模である。例えば、大型車の生産では、エンジンなど高付加価値の部品が米国からメキシコに輸出され、メキシコで組み立てられた後、完成車としてメキシコから米国に輸出されるというサプライチェーンが多く形成されている。少なくとも、メキシコが一方向的に米国の雇用を奪っているという批判は当を得ていない。

第1表：カナダ、メキシコ、米国の産業連関表（2014年）

（億ドル）

		中間投入			最終需要		
		カナダ	メキシコ	米国	カナダ	メキシコ	米国
カナダ	第1次産業	397	11	72	121	1	26
	第2次産業	2,845	41	2,231	1,284	15	806
	第3次産業	8,934	10	173	13,307	5	197
	合計	12,176	62	2,476	14,711	21	1,029
メキシコ	第1次産業	0	368	17	3	156	85
	第2次産業	88	2,902	1,236	96	2,189	1,192
	第3次産業	5	3,206	68	5	8,802	76
	合計	93	6,476	1,321	105	11,147	1,353
米国	第1次産業	44	65	3,673	29	13	669
	第2次産業	1,622	1,259	37,387	912	386	24,539
	第3次産業	211	37	80,581	100	25	143,591
	合計	1,877	1,362	121,641	1,042	424	168,798

（資料）World Input-Output Databaseより国際通貨研究所作成

## （2）見通し

トランプ政権への極端な警戒感は薄れつつあり、ペソ相場も1ドル18ペソ近辺に回復してきた（第9図）。ただし、為替レートの下落が消費者物価を押し上げるまでには時間差があるため、インフレへの警戒は解けない。コア消費者物価（食料とエネルギーを除く総合ベースで、7月：前年比+4.9%）の上昇率がピークアウトしたと確認できるまでは、メキシコ銀行の金融引き締め姿勢が続くと思われる。政策金利は足元で7.0%まで引き上げられているが、この先も暫く高い状態が維持されると見込まれ、景気に対しては抑制要因となるだろう。

海外からの直接投資については、今のところ特に大きな変化は見られない（第10図）。しかし、遅れていたNAFTAの再交渉が始まり、米国は域内からの部品や素材の調達比率引き上げを含む「原産地規則の見直し」を強く求める方針のようである。見直し内容によっては対メキシコ投資に影響を及ぼす可能性も否定できず、交渉の進展を注意深く見守る必要があるだろう。

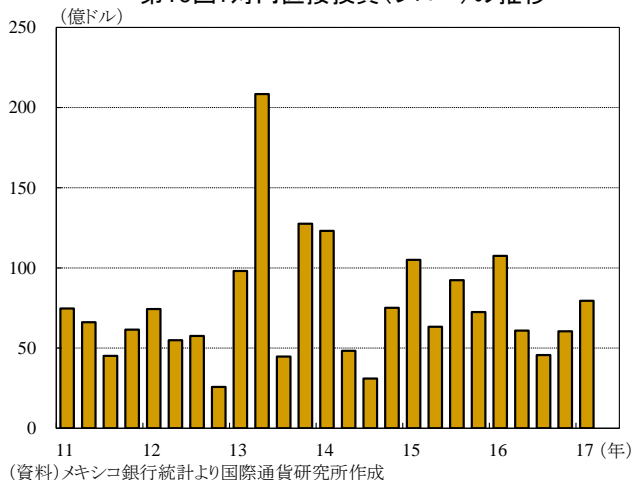
メキシコ経済に対する過度な悲観は後退したものの、景気の加速を期待することは当面難しい。実質GDP成長率は、2017年、2018年ともに前年比+2.0%前後に止まると予想する。なお、2018年7月には大統領選挙が実施される予定である。改革の推進を志向する現与党・制度的革命党の支持率は低迷しており、選挙戦の帰趨からも目が離せない。



第9図: コア消費者物価とペソ相場の推移



第10図: 対内直接投資(フロー)の推移



### 3. アルゼンチン

#### (1) 景気の現状

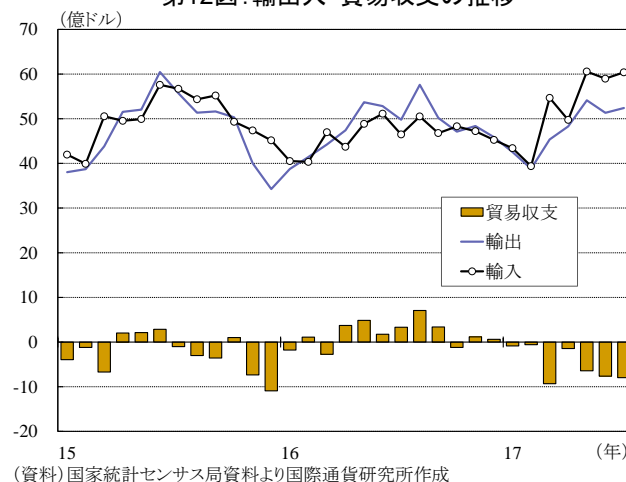
放漫な財政運営とそれがもたらすインフレの高進、インフレの悪化を覆い隠すための政府による価格統制など、前政権による典型的なポピュリズム政策で疲弊したアルゼンチン経済がようやく回復に向かい始めた。2016年の実質GDP成長率は前年比▲2.3%に落ち込んだが、今年1-3月期の成長率は同+0.3%と1年ぶりにプラスに回帰した。エネルギー価格の上昇や為替相場の減価による輸入品価格の上昇は一巡してきており、昨年は前年比+40%を超えていた消費者物価上昇率が足元6月には同+23.4%と低下傾向にある。こうした中、製造業生産も昨年7-9月期を底に持ち直しに転じてきている(第11図)。また、国際金融市場に復帰したことで、外貨調達も容易になった。2016年初めに250億ドルを切っていた外貨準備高は、2017年3月には509億ドルと、2倍以上に増加した。

しかしながら、経済の体質強化は一朝一夕には進まない。産業基盤が弱く、資本財、耐久消費財の多くを輸入に頼るアルゼンチンは、需要の増加が輸入増加に直結し易い。穀物価格の上昇などを背景に輸出は増加傾向にあるが、景気の底入れなどを受けて輸入はそれ以上に拡大しており、貿易収支は今年に入り赤字基調となっている(第12図)。また、低下したとはいえインフレ率は政府が目標している前年比+20%以下にはまだ届いていない。経済情勢は緩和的な財政・金融政策運営を許す状況にはまだない。

第11図：製造業生産の推移



第12図：輸出入・貿易収支の推移



## (2) 見通し

アルゼンチンでは今年 10 月に議会選挙が実施されるが、2015 年の大統領選挙で敗北したフェルナンデス前大統領が復権を狙って上院議員選挙に立候補しており、注目を集めている。市場機能を軽視し経済介入を続けた同氏はビジネス界から批判の的となったが、一般大衆からは今も一定の支持を集めている。8 月 15 日に実施された予備選では得票率でわずか 0.1%ポイント差の第 2 位となり、本選挙への進出を決めた。ペソ相場は、同氏が 1 位通過を逃したことで一旦買い戻されたが、同氏の善戦は、現在の経済状況や政権が進める経済政策に対し国民が必ずしも満足していないことの表れと言えるだろう。本選まで 2 ヶ月以上を残しており、議会選挙の動向には今後も注意が必要である。

アルゼンチン経済の産業基盤は脆弱性を有し、「外貨不足」という壁が存在するため、経済成長率は当面高まり難い。2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%、2018 年についても同+2.3%と、リーマンショック前の景気拡大期（03 年～07 年）の平均値が同+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、回復感の乏しい展開が続くと予想される。マクリ政権は大衆迎合的だった前政権を批判し、責任ある経済政策運営を掲げて政権の座についた経緯がある。政権の性格を考えると、引き続き財政健全化・構造改革路線を歩み、内外ビジネス界の信頼を勝ち取る方向性が想定されるが、短期的な景気面では下押し圧力となり、国民の痛みを伴う改革を実施し続けることができるのか、マクリ政権は真価を問われることとなろう。

## 4. 他のラテンアメリカ諸国を含む全体観

ブラジル、メキシコ、アルゼンチン以外のラテンアメリカ諸国については、チリ、コロンビア、ペルーともに景気は停滞気味に推移している。また、本見通しの対象国ではないものの、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・政治混乱が深刻化

している。今後は、ベネズエラだけの問題に止まらず、密輸の増加や難民の発生など周辺国への不安定要素となる可能性もあり、注視が必要である。

世界経済の回復や資源価格の安定などを背景に、ラテンアメリカ諸国の景気は総じて持ち直し方向と予想するが、主要6カ国（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2017年が前年比+1.5%、2018年も同+2.2%と、両年ともに緩やかなペースでの回復に止まる公算が大きい（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)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.6	0.5	1.9	8.7	4.0	4.2	▲ 235	▲ 180	▲ 400
メキシコ	2.3	1.9	2.0	2.8	5.3	3.5	▲ 279	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	▲ 2.3	2.5	2.3	38.0	24.0	19.0	▲ 150	▲ 200	▲ 220
中南米全体(注)	▲ 0.8	1.5	2.2	10.6	7.0	5.8	▲ 880	▲ 840	▲ 1,110

(注)実質GDP成長率と消費者物価上昇率は主要6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)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カ国の合計値。

(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います。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。