

中南米経済の見通し

~2015 年も低成長の見通し、ブラジルは低迷、アルゼンチンは深刻な不況が続く~

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+0.8%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、近年の一次産品価格の下落もあり総じて低迷しており、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%に止まる見込みである（第 1 表）。

もともと、景気の状態は金融・財政の政策余地などにより異なっている。景気が比較的底堅さを維持しているのは、メキシコ、チリ、ペルーなどの太平洋同盟諸国である。メキシコでは、景気回復が続く米国向け輸出が下支えとなっている。また、インフレ率が低く、財政が比較的健全なチリやコロンビアでは、金融・財政政策が景気を下支えしている。チリでは利下げ（2013 年 10 月以降累計 200bps）に加え、今年 9 月には緊急経済対策（5 億ドル相当）を発表したほか、2015 年予算では歳出拡大（前年比+9.8%）を打ち出した。また、産油国であるコロンビアは、インフラ投資の拡大により高めの成長率が続いている。これらの国では 2015 年にかけても、金融・財政政策に支えられ緩やかな回復が見込まれる。

メキシコなど太平洋同盟諸国が中南米経済を支える一方、アルゼンチン、ベネズエラは深刻な不況が続く

一方、ブラジルは、インフレ加速に伴い金融引き締めを余儀なくされており、2015 年にかけても景気低迷が続く見込みである。また、アルゼンチンやベネズエラでは物価高騰で深刻な不況に見舞われており（第 2 図）、2014 年、2015 年と 2 年連続でマイナス成長に陥る公算が大きい。

こうした状況を踏まえると、2015 年の中南米主要 7 カ国の実質 GDP 成長率は、太平洋同盟諸国の下支えにより底割れは回避するものの、前年比 +1.5%と低い伸びに止まるだろう（第 1 図）。

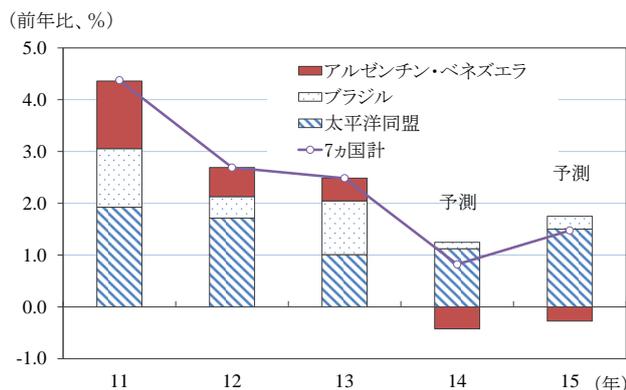
第1表 中南米経済の見通し

	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	0.3	0.6	6.2	6.4	6.2	▲ 811	▲ 800	▲ 730
メキシコ	1.1	2.2	3.5	3.8	3.9	3.5	▲ 263	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	2.9	▲ 1.6	▲ 2.0	10.6	30.0	35.0	▲ 48	▲ 60	▲ 85
中南米全体(注)	2.5	0.8	1.5	8.1	12.8	13.1	▲ 1,343	▲ 1,300	▲ 1,290

(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。

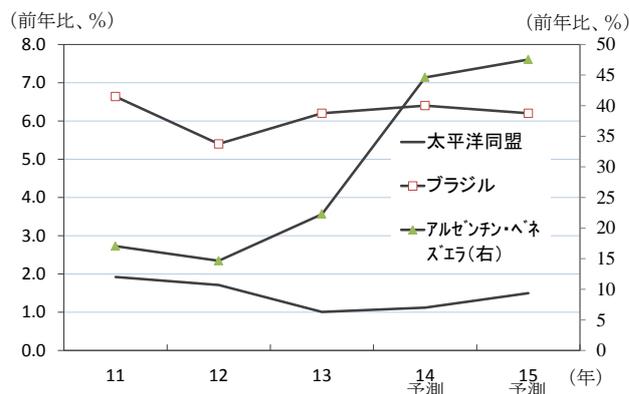
7カ国とは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

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

7-9 月期の実質 GDP 成長率はかろうじてプラス

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%となり、3 四半期ぶりのプラス成長となった(第 3 図)。政府消費(同+1.3%)、固定資本形成(同+1.3%)が成長率に対しプラスに寄与した一方、GDP の 6 割強を占める個人消費は同▲0.3%と再びマイナスとなった(第 4 図)。固定資本形成の回復は朗報だが、過去 1 年間で金額ベースで 11%減少したことを考えると、まだ小反発の域を出ていないといえる。

また、財政赤字が膨らんでおり、今後には財政引き締めを求められる公算が大きく、ここも景気回復の重石になると考えられる。

第3図:実質GDP



(資料)Thomson Reuters Datastream

第4図:主な需要項目の動き



(資料)Thomson Reuters Datastream

雇用の悪化に加え、個人向け貸出も鈍化

消費低迷の背景には雇用の増加ペースが鈍化していることに加え、近年消費を支えてきた個人向け貸出が急速に鈍化し、実質ベースでは前年割れになっていることも挙げられる。金利上昇による資金需要の減退に加え、景気悪化に伴う不良資産比率上昇を受け、銀行が貸出に慎重になっていると考えられる（第5図）。

資源輸出の不振に加え、アルゼンチン向け製品輸出も悪化

外需も不振が続いている。資源需要の減退に加え、工業品輸出も大幅に減速し、10月の輸出は前年比▲19.7%と急減した。輸出の不振は景気低迷が深刻化しているアルゼンチンの影響が大きい。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。輸出の大幅減速を受け、1-10月累計の貿易収支は▲19億ドルの赤字を計上した。



(2) 顕在化する問題～インフレ高止まりと財政収支の悪化

インフレ率は中銀の目標レンジを超える水準が続く

消費者物価上昇率はジリジリと上昇してきており、10月には前年比+6.6%と、6月以降、中央銀行の目標レンジ（4.5%±2.0%）を超えている（第7図）。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よう。

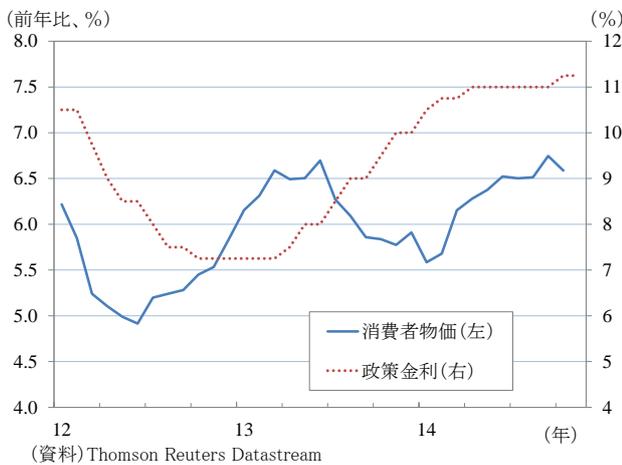
レアル安は足元で一段と進行しており、11月半ばには一時、1ドル=2.6レアル台まで下落した。これは、前回（8月）インフレレポートの想定（1ドル=2.25レアル）を約15%下回っており、この水準が続いた場合、2015年末にかけてもインフレ率が中央銀行の目標レンジを上回る状態が持続する虞が高まっている。

インフレ圧力の高まりを受け、中銀は大統領選挙直後に利上げを再開

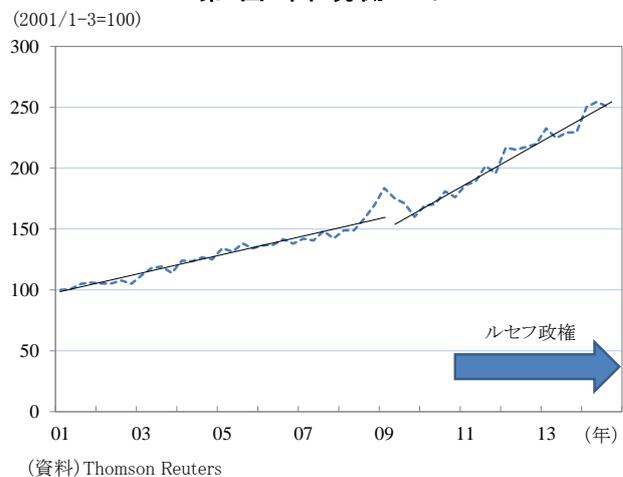
中央銀行は今年4月以降、政策金利を据え置いてきたが、インフレ圧力が再び高まったことを受け、大統領選挙直後の10月に利上げを再開。12月にも追加利上げを行い、政策金利を2度にわたり累計0.75%ポイント引き上げ11.75%とした。

利上げにより中央銀行としてインフレ阻止の姿勢を鮮明にしたわけだが、インフレの背景には高コスト体質がある。単位労働コストの推移をみると、2011年のルセフ政権誕生以降、上昇率が加速しており（第8図）、ブラジル製造業の競争力は一段と低下しているとみられる。かねてから高コスト体質是正の必要性が叫ばれてきたが、状況はむしろ悪化しているといえる。

第7図：消費者物価、政策金利



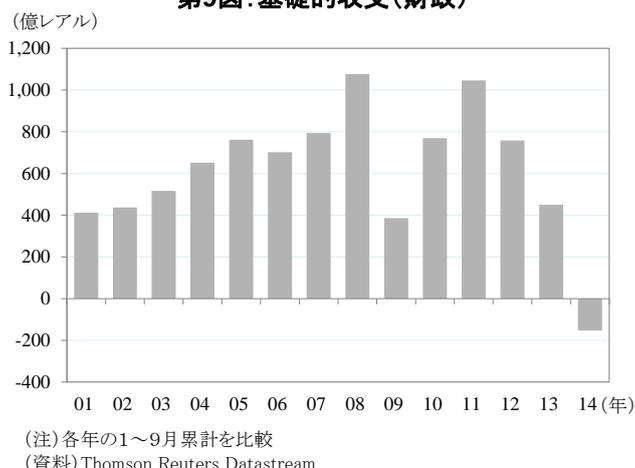
第8図：単位労働コスト



基礎的財政収支が赤字へ転落、財政再建は「待ったなし」の状況

インフレに続き顕在化している問題は財政収支の悪化である。景気減速による税収減と社会保障費などの負担増により、1-9月累計の基礎的財政収支（プライマリーバランス）は153億レアルの赤字となった。基礎的財政収支は、リーマン・ショック時でも黒字を確保しており、赤字に陥るのは1994年のリアルプラン導入以来初めてのことである。政府は2014年の基礎的財政収支の目標をGDP比1.9%の黒字としていたが、達成は極めて困難な状況にある（第9図）。基礎的財政収支の赤字化は、借り入れコストの上昇を招き、財政赤字を更に拡大させる可能性がある。2015年予算で有効な緊縮策が盛り込まれない場合、ブラジル国債は格下げにより投資不適格となる虞があり、財政再建は「待ったなし」の状況であるといえる。

第9図:基礎的収支(財政)



(3) 見通し

10月に実施された大統領選挙は決選投票の末、現職のルセフ大統領が再選された。与党労働者党(PT)にとっては4期連続での大統領選勝利であるが、今回は3.28ポイント差という僅差での勝利となり、PTの得票率は徐々に低下している(第2表)。

第2表:2002年以降の大統領選挙(決選投票)の結果

	労働者党			対立候補		
	得票数	得票率	過半数獲得州	得票数	得票率	過半数獲得州
2002年 勝者	5279万票	61.27%	25州+連邦区	3338万票	38.72%	1州
			ルーラ			
2006年 勝者	5830万票	60.83%	19州+連邦区	3754万票	39.19%	7州
			ルーラ			
2010年 勝者	5575万票	56.05%	15州+連邦区	4371万票	43.95%	11州
			ルセフ			
2014年 勝者	5450万票	51.64%	15州	5104万票	48.36%	11州+連邦区
			ルセフ			

(資料)新聞報道等

ルセフ政権は財政再建に取り組むも、景気に配慮し慎重な緊縮策を探る公算

僅差での勝利に止まったルセフ大統領は、経済構造改革や競争力強化を訴えたネベス候補の政策をある程度取り込まざるを得ないとの見方が浮上している。実際、政府は低所得者保護のためガソリン価格を市場価格に比べ低く抑えるよう国営石油会社を「指導」してきたが、大統領選挙後、3%程度の値上げを容認しており、若干の路線修正がみられる。

もっとも、喫緊の課題である財政再建は国民に大きな痛みを強いることから、ルセフ大統領が本格的な改革に踏み込むことは期待しがたい。一段の債務拡大を抑制するためには、名目GDP比2~2.5%の基礎的財政収支の黒字を確保することが必要である。換言すれば、年間1,000億レアル規模の歳出削減/増税が求められるが、実際に同規模の歳出削減/増税を实

行した場合、景気の大幅な減速は不可避である。ルセフ政権は財政悪化による格下げを回避するため努力をするとみられるが、景気に配慮し慎重な緊縮策を探ることになるだろう。

外需の持ち直しペースが緩やかに止まることが見込まれるなか、2015年の実質GDP成長率は前年比+0.6%と2014年（同+0.3%）に続き、低成長に止まろう。また、賃金と輸入インフレの圧力は根強く、2015年の消費者物価上昇率は前年比+6.2%と2014年（同+6.4%）に続き6%台での高止まりが続くとみる。

なお、リスク要因として干ばつが挙げられる。ブラジルは今年、50年に一度ともいわれる干ばつに見舞われ、貯水量が減少している。水力発電への依存度が高いブラジルでは、2001年の干ばつで大規模な停電が発生した。火力発電所は当時より増加しているが、真夏を迎える来年1-3月期には停電による生産への影響にも注意が必要になるだろう。

2015年の実質GDP成長率は前年比+0.6%と低成長に止まる見込み

干ばつによる停電リスクに注意

3. アルゼンチン

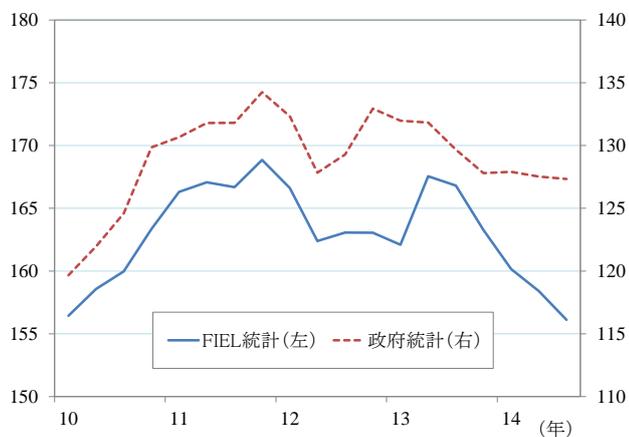
(1) 景気の現状

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今年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や資本財の輸入が減少し、生産に悪影響が広がっている。7-9月期の鉱工業生産は、ラテンアメリカ経済研究財団（FIEL）発表の統計によると前期比▲1.4%となった。なお、政府統計では同▲0.2%に止まっているが、実態の悪さが過小評価されているとの見方が多い（第10図）。

また、4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%（1-3月期：同▲0.5%）となったが（第11図）、他の関連統計との乖離が大きく、民間調査機関は同▲0.4～▲0.8%のマイナス成長と推計している。

第10図：鉱工業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第11図：実質GDP成長率



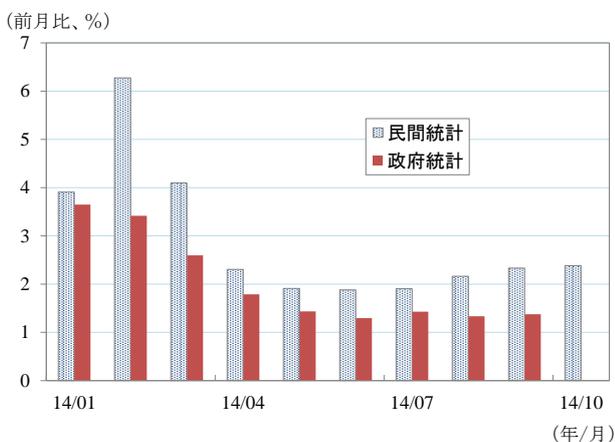
(資料) INDEC

実態ベースの消費者物価上昇率は前年比40%前後

政府統計の信憑性に対する問題は、消費者物価統計でも生じている。政府は、新統計を昨年12月から公表しているが、最近では民間推計の消費者物価指数との乖離幅が拡大している（第12図）。また、ブエノスアイレス市発表の消費者物価指数など複数の消費者物価上昇率も、政府統計よりも高い伸びとなっており、民間統計の方が実態に近いとの見方が多い。

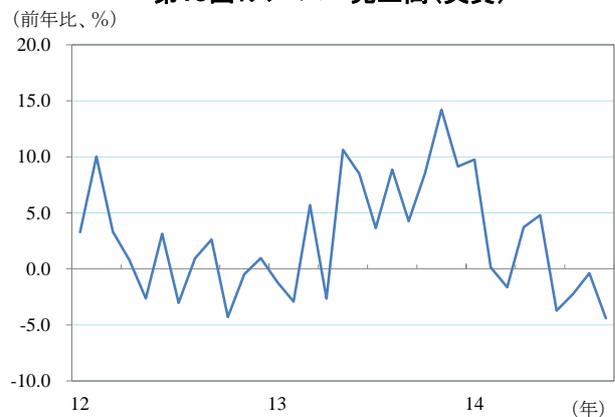
民間推計の消費者物価統計を基に実質所得を算出すると、9月は前年比▲4.8%と前年割れとなった。また、同様に実質ベースのスーパー売上高も足元で前年比マイナスになっている（第13図）。インフレに加え、実態比割高な為替レートもあり、アルゼンチンの輸出競争力は低下しているとみられる。7-9月期の輸出は前年比▲11.0%と大幅に減速した。

第12図: 消費者物価の比較



(資料) Thomson Reuters Datastream, State Street

第13図: スーパー売上高(実質)

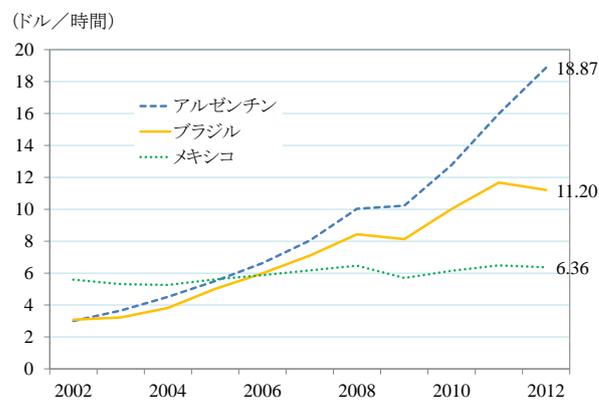


(注) State Street データで実質化。

(資料) Thomson Reuters Datastream, State Street

持続的なインフレにより労働コストは大幅に上昇している。製造業の時間当たりの労働コストは2012年時点で18.87ドルとブラジルの1.7倍、メキシコの3.0倍に達している（第14図）。足元でブラジルやメキシコとのインフレ率格差は拡大しており、アルゼンチンの競争力は一段と低下しているとみられる。

第14図: ラ米3カ国の製造業労働コスト



(注) 製造業の時給平均。ペネフィットや社会保障を含む。

(資料) US Department of Labor, BLS

政府は財輸入5ヵ月分を下回っている外貨準備高(9月:約287億ドル)を維持するため、外貨管理を一層強化した。この結果、輸入手続きに時間を要するようになったことも影響し、7-9月期の輸入は前年比▲14.9%と大幅に減少した。

政府は経済統制を一層強化、民間企業への直接介入を開始

こうした状況に対応すべく政府は、9月に新たな「供給法」を国会に提出し、下院は130対105で可決した。本法により政府は民間企業の生産量や価格、マージンを設定し、正当と認められない利益には罰金を科すことが可能になった。経済統制下では、企業活動の自由が失われ、滞貨や闇取引、資本逃避に拍車をかけることは歴史が示している。こうした状況が続けば、アルゼンチン経済は旧社会主義国で見られたような長期停滞に陥る虞もある。

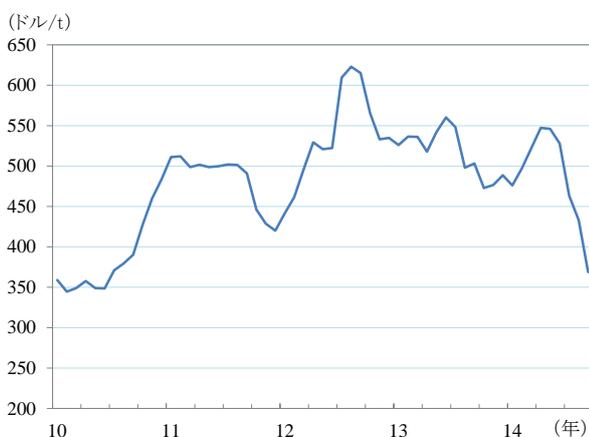
(2) 見通し

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。大豆価格は、北米の豊作により、直近価格(期近先物価格)は370ドル/トンと2010年7月以来の安値水準にあり、昨秋と比べ約3割下落している(第15図)。大豆は1割程度の増産が見込まれるが、価格下落の影響を補うことは難しいとみられる。

外貨獲得の主力手段である大豆輸出が減少するなか、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45%相当に達し、外貨繰りが厳しくなっている。金融市場では、実態比割高な公式レートを維持することが困難になり、通貨急落リスクを指摘する声もある(第16図)。

第15図:大豆価格



(資料) Thomson Reuter Datastream

第16図:対ドルレート



(資料) Thomson Reuters Datastream

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、現政権下で、海外からの資本流入加速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。2014年の実質GDP成長率は前年比▲1.6%、2015年は同▲2.0%と2年連続でマイナス成長を予想する。消費者物価上昇率は、2014年は前年比+30%、2015年は同+35%と高い状態が続くとみられる。

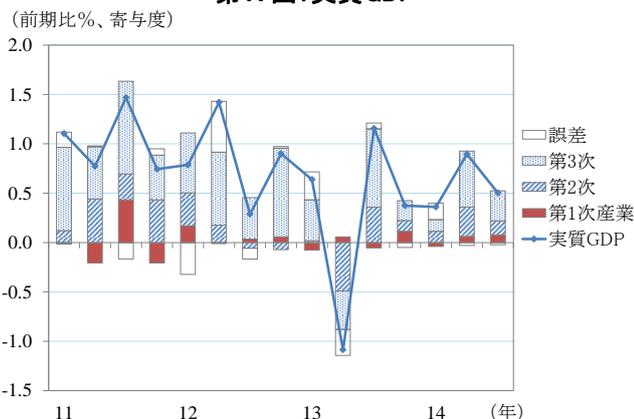
4. メキシコ

(1) 景気の現状

7-9月期の実質GDP成長率は堅調維持、製造業が下支え

メキシコ経済は緩やかな回復が続いている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と4-6月期(同+0.9%)から鈍化したものの、比較的堅調を維持した(第17図)。産業別にみると、製造業を中心とした第2次産業が底堅く推移している。製造業の景況感は足元で大幅な改善が持続(第18図)、また、製造業生産は対米輸出に支えられ高い伸びを維持している。

第17図:実質GDP



(資料) Thomson Reuters Datastream

第18図:IMEF景況感指数



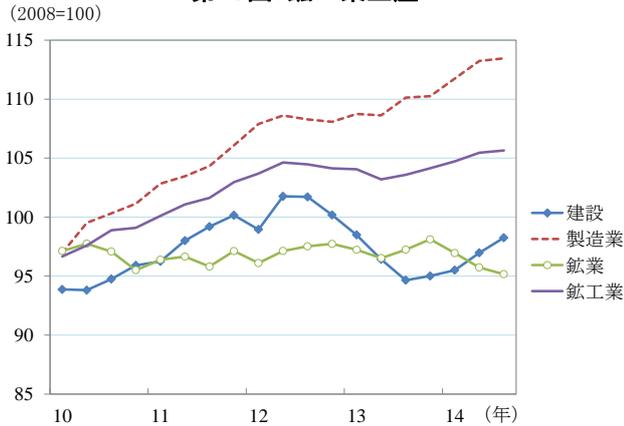
(資料) Thomson Reuters Datastream

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

製造業に加え、公共事業の増加を受け建設業も好調である(第19図)。1-9月期の公共事業発注額は前年比+33.7%と前年同期の同+2.8%から大幅に加速した。製造業と建設業の堅調を背景に雇用者数が増加、消費者マインドも改善している(第20図)。今後は、所得拡大を通じて消費増加が見込まれる。

一方、設備投資はやや足踏みし、7-8月期は前期比+0.1%に止まった。もっとも、海外の自動車関連企業の当地への進出や裾野産業の拡大が見込まれること、2015年は外資企業へ開放された石油セクターの投資増加が期待できることから、設備投資は堅調が続く見込みである。

第19図: 鉱工業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第20図: 消費者マインド、雇用



(資料) Thomson Reuters Datastream

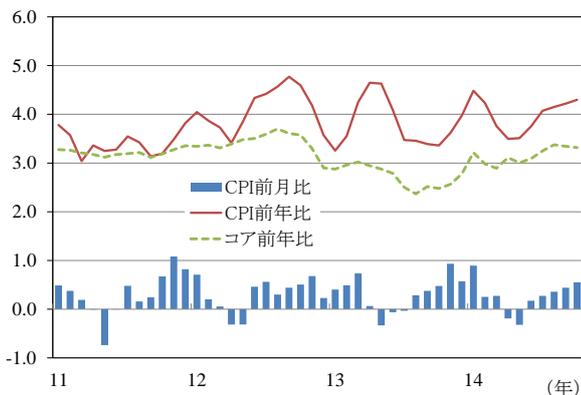
インフレ率はじり高が続くも、コア物価は3%台前半で安定

消費者物価上昇率は生鮮品の上昇を受けジリ高となっている。10月は前年比+4.3%と、中央銀行の目標レンジ(2~4%)を4ヵ月連続で上回った(第21図)。もっとも、コア物価は同+3%台前半で安定。生鮮品の上昇ペースも10月後半以降は若干低下してきており、物価はピークは越えた可能性がある。

2015年はガソリン価格の下落などで物価は安定

2015年は、ガソリン価格の下落や電話料金の引き下げなど物価抑制要因があること、景気は回復基調にあるとはいえ、潜在成長率を下回っており、需要拡大がインフレを惹起する段階ではなく、物価は安定が見込まれる。こうした状況下、中央銀行は中立スタンスを維持するとみられる。

第21図: 消費者物価上昇率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第22図: メキシコの金融・為替環境



(資料) Thomson Reuters Datastream

(2) 見通し

米景気の回復と公共事業、低金利が景気拡大をサポート

メキシコは米国向け製品輸出の比率が高く、資源価格下落の影響は比較的小さいと考えられる。メキシコ経済は、米国経済の回復持続に伴う輸出増加と公共事業の拡大に支えられ、2015年にかけて成長率は徐々に加速していこう。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22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えるだろう。こうした環境下、2015年の実質GDP成長率は前年比+3.5%と2014年の同+2.2%から加速が見込まれる。

政府への抗議行動が激化、観光への影響も懸念

メキシコ経済は、今年8月にエネルギー改革法案が成立したこと受け、政府が長年独占してきた石油・ガス産業の民間企業（含む外資）への開放が進むことで、中期的な成長が期待できる。一方、短期的には治安問題が景気に影を落とす懸念がある。9月に43名の大学生が麻薬組織に殺害された事件に現職の警察官や市長も関与していた疑いが浮上し、大きな社会問題となっている。抗議行動が活発化、事件が発生したゲレロ州では州議会が放火され、観光への影響も出始めている。

混乱が長期化した場合、構造改革の遅延につながる虞

既に、ビデガライ財務大臣は、国内経済に一定の悪影響を及ぼす可能性があることを認めているが、混乱が長期化した場合、政府が推進している構造改革の遅延につながる可能性がある。また、メキシコに対するイメージの悪化により、海外からの投資が敬遠される虞もあり、今後の動向には注意が必要だろう。

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。