

# 中南米経済の見通し

~2015 年はブラジルがマイナス成長、中南米全体でもゼロ成長に減速~

## 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（ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー）の景気は、一次産品価格の下落の影響もあり総じて低迷している。特に原油への依存度が高いベネズエラの 2014 年の実質 GDP 成長率は前年比▲3.5%と低迷、ブラジルも同+0.1%とゼロ近傍まで減速した。アルゼンチンについては政府統計では同+0.5%と辛うじてプラス成長を維持したが、民間推計ではマイナス成長に陥ったとみられている。

これら 3 カ国とは対照的に、太平洋同盟諸国（メキシコ、コロンビア、チリ、ペルー）の景気は、相対的に堅調を維持している。もともと、一次産品価格下落の影響を完全には避けられず、2014 年の実質 GDP 成長率はメキシコ（前年比+2.1%）、チリ（同+1.9%）、ペルー（同+2.4%）共に同+2%前後に止まった。コロンビア（同+4.6%）は、治安改善とインフラ投資拡大により、唯一高めの成長率を維持した。この結果、2014 年の中南米主要 7 カ国の実質 GDP 成長率は同+0.8%と前年（同+2.7%）から減速した（第 1 表、第 1 図）。太平洋同盟諸国が景気を下支えした一方、ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラがマイナス寄与となった。

景気が相対的に堅調な太平洋同盟諸国と景気が低調な 3 カ国（ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラ）との差をもたらした一因は、インフレ抑制の成否であると考えられる。2014 年の太平洋同盟諸国のインフレ率は前年比+3%台で安定推移した一方、ブラジルは同+6.3%、アルゼンチンは同+23.9%（政府統計の 12 月末値）、ベネズエラは同+57.3%に達している（第 2 図）。

2015 年はゼロ成長、2016 年も 1%台の成長に止まる公算

2015 年の中南米主要 7 カ国の成長率はゼロ近傍に止まる見通しである。2016 年は資源価格の緩やかな持ち直しが期待できるものの、米国の利上げの影響等もあり成長ペースは抑制されよう。2016 年の成長率は前年比+1.7%と低位に止まるとみられる。

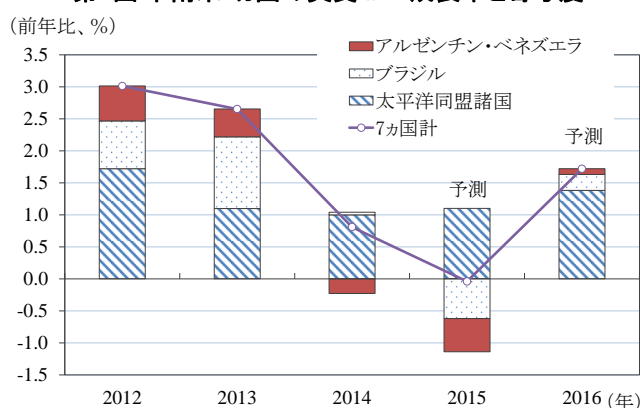
第1表 中南米経済の見通し

|          | 実質GDP成長率(%) |       |       | 消費者物価上昇率(%) |       |       | 経常収支(億ドル) |         |         |
|----------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-----------|---------|---------|
|          | 2014年       | 2015年 | 2016年 | 2014年       | 2015年 | 2016年 | 2014年     | 2015年   | 2016年   |
| ブラジル     | 0.1         | ▲ 1.5 | 0.6   | 6.3         | 8.5   | 5.5   | ▲ 1,040   | ▲ 900   | ▲ 800   |
| メキシコ     | 2.1         | 2.6   | 3.4   | 4.0         | 3.0   | 3.2   | ▲ 265     | ▲ 300   | ▲ 300   |
| アルゼンチン   | 0.5         | ▲ 1.0 | 0.8   | 23.9        | 24.0  | 24.0  | ▲ 51      | ▲ 80    | 0       |
| 中南米全体(注) | 0.8         | 0.0   | 1.7   | 11.5        | 14.3  | 10.3  | ▲ 1,574   | ▲ 1,585 | ▲ 1,330 |

(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。

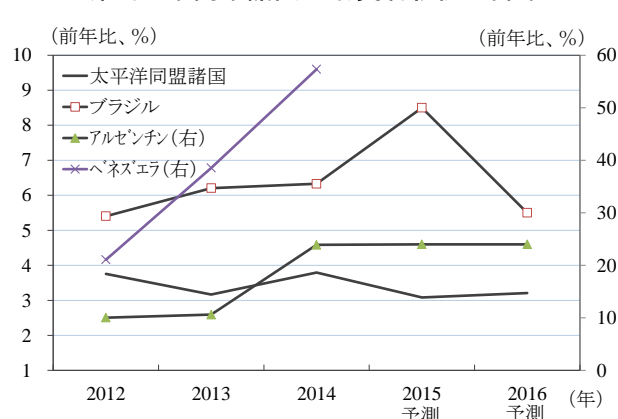
7カ国とは、ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー

第1図:中南米7カ国の実質GDP成長率と寄与度



(注) 太平洋同盟諸国はメキシコ、コロンビア、チリ、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、コロンビア、チリ、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、  
2014年は辛うじて  
プラス成長

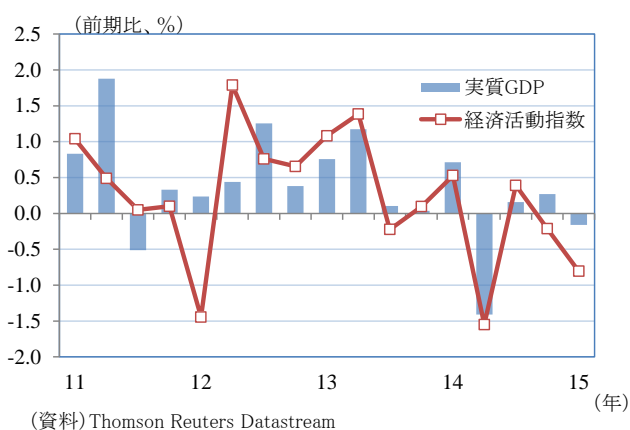
ブラジルの景気は悪化している。四半期毎の成長率の推移をみると、2014年4-6月期に前期比▲1.4%と大きく落ち込んだ後、7-9月期は同+0.2%、10-12月期は同+0.3%と緩やかに回復したが、2015年1-3月期は同▲0.2%と再びマイナスに転じた(第3図)。民間消費が同▲1.5%と低迷したほか、固定資本形成も同▲1.3%と7四半期連続でマイナスとなった。景気悪化の原因は、①外需の悪化、②財政引き締め、③インフレ高進による実質所得の減少などである。

輸出は年明け後も  
減速が続く

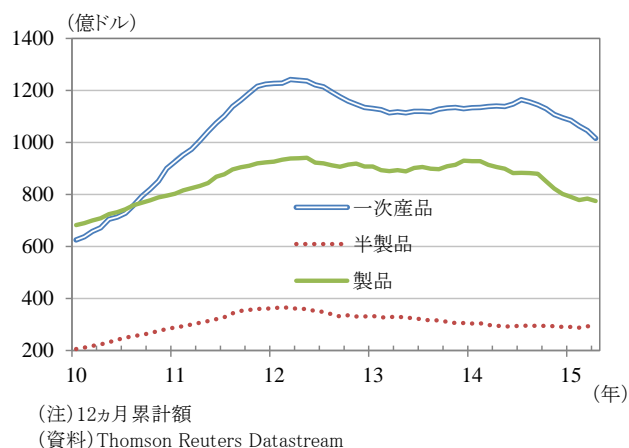
まず、外需をみると、1月~4月の輸出は前年比▲16.3%と大幅に減少した。輸出の不振は一次産品輸出が振るわないことが主因だが、工業品の輸出先であるアルゼンチンやベネズエラの景気悪化も影を落としている。アルゼンチン向け輸出は同▲15.6%、ベネズエラ向けは同▲30.4%と減少が続いている(第4図)。

また、財政引き締めも景気の下押し材料となっている。政府は外貨建て国債の投資適格級維持のため、財政引き締めを続けている。この結果、1-3月期の政府消費は前期比▲1.3%と2四半期連続で減少した。これは、リーマンショックがあった2008年10-12月期以来、最大の減少幅である。

第3図: 実質GDP、経済活動指数



第4図: 品目別輸出



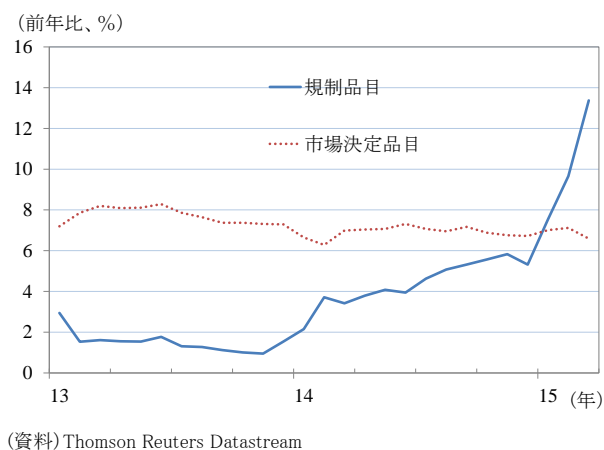
景気悪化による歳入減を受けて、政府は歳出削減方針を発表

政府は、2014年に名目GDP比▲0.6%とマイナスとなったプライマリー・バランス（基礎的収支）を、2015年は同1.1%の黒字とすることを目標に当初予算を組んだ。しかし、最近になって景気の悪化から、歳入が700億レアル減少する見通しとなったため、投資支出を中心に同額の歳出削減を行う方針を発表した。ルセフ大統領の看板政策であった経済活性化計画（PAC）は、257億レアルの大幅削減が計画されている。他には、住宅政策や保健、教育などでも100億レアル超の歳出削減が予定されている。

公共料金の引き上げやレアル安でインフレ率は前年比8%台へ上昇

財政再建のために、増税や公共料金の引き上げが始まっており、インフレ率は年明け後、急上昇している。政府が価格を決める規制品目の物価上昇率は、昨年12月は前年比+5.3%であったが、1月は同+7.6%、3月には同+13.4%に跳ね上がっている（第5図）。加えて、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もあり、4月の消費者物価上昇率は同+8.2%と、中央銀行のインフレ目標レンジ上限（同+6.5%）を大きく超えている（第6図）。

第5図: 消費者物価内訳



第6図: 消費者物価



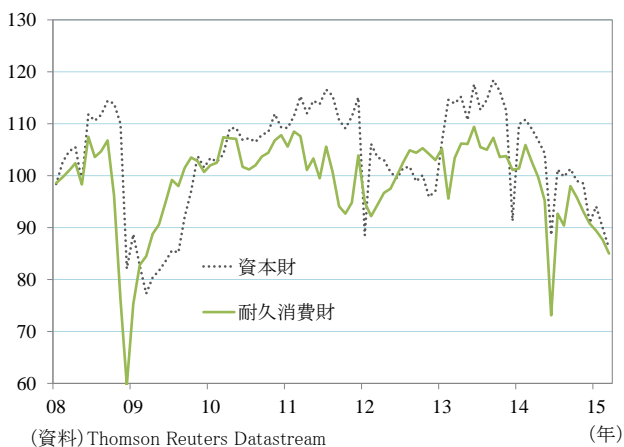
インフレによる実質所得の目減りにより、消費も低迷している。1-3月期の自動車登録台数は、前年比▲17.1%と大きく落ち込んだ。耐久消費財生産も同▲15.4%と落ち込んでいる。

**内外景気の不透明感から、企業は設備投資に慎重**

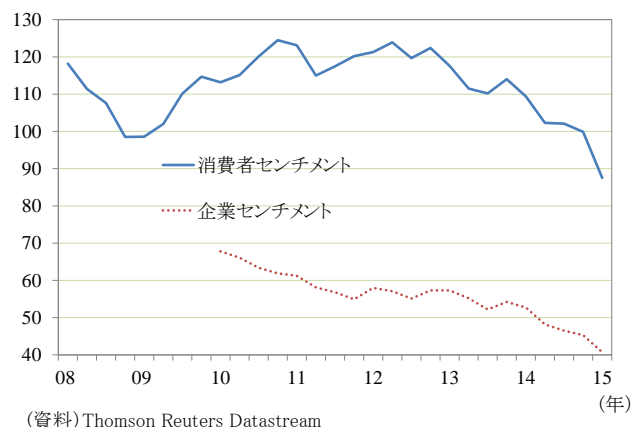
雇用環境も悪化が目立つ。4月の失業率は6.4%と昨年の4.9%から1.5ポイント上昇している。また、内外景気の不透明感が強いことから、企業は設備投資に慎重になっている。1-3月期の資本財生産は前年比▲18.1%と大幅に落ち込んだ。こうした状況下、企業と消費者のマインドは共に低迷している（第8図）。

中央銀行は昨年10月の大統領選挙直後から利上げを実施しており、政策金利は現在13.75%と2009年1月以来の高水準に達している。消費者への調査によると、今後12ヵ月の期待インフレ率は、5月時点で8.9%に上昇している。更に、12%を超えると予想する消費者が全体の14%に増加している（2014年12月時点では8.9%）。

**第7図：財別鉱工業生産**



**第8図：センチメント指標**



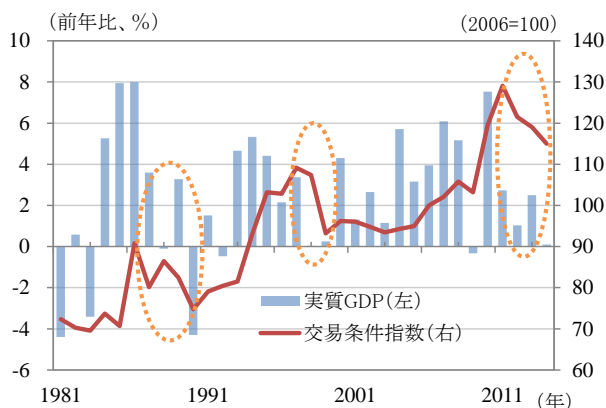
**(2) 見通し**

1980年代からのブラジル経済を振り返ると、景気は一次産品価格の動向に左右されてきたことがわかる。一次産品価格が上昇し交易条件が改善する局面では高成長となりやすく、逆に一次産品価格が下落し交易条件が悪化する局面では、景気後退に陥りやすい（第9図）。

**これまで好況時に構造改革を先送りしたことで、インフレ体質が温存**

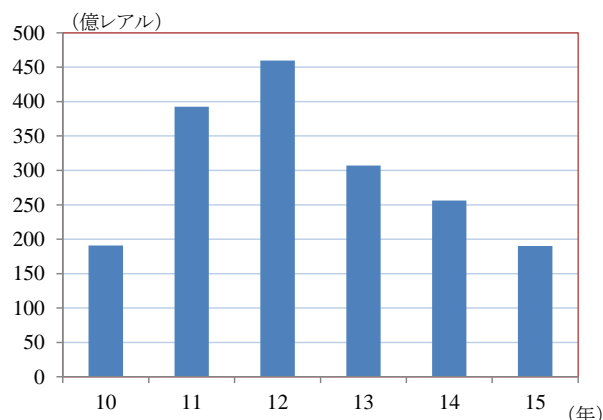
好況時に構造改革を先送りし、消費拡大がインフレをもたらす体質が温存された結果、高インフレと双子の赤字（経常赤字と財政赤字の並存）の問題を抱えている。ただし、80年代や90年代と異なり、外貨借入が大幅には累積しておらず、近年では債務危機を免れている。

第9図: 交易条件と実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第10図: 1-3月期の基礎的収支



(資料) Thomson Reuters Datastream

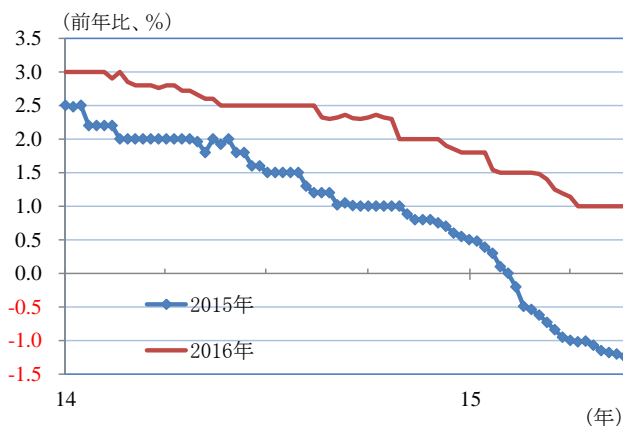
財政再建に着手したことは朗報

財政規律重視派のレヴィ財務相は、財政支出の削減を進めており、内外の投資家の信認を得ている。だが、1-3月期の基礎的収支（統合予算ベース）は190億レアルの黒字と2010年並みの水準に止まった（第10図）。GDP比1.1%の黒字目標に向けた進捗率は29%であるが、支出が年後半にかさみやすい傾向を考えると達成へのハードルは高いといえる。

2015年の成長率は前年比▲1.5%、2016年も同+0.6%に止まる公算

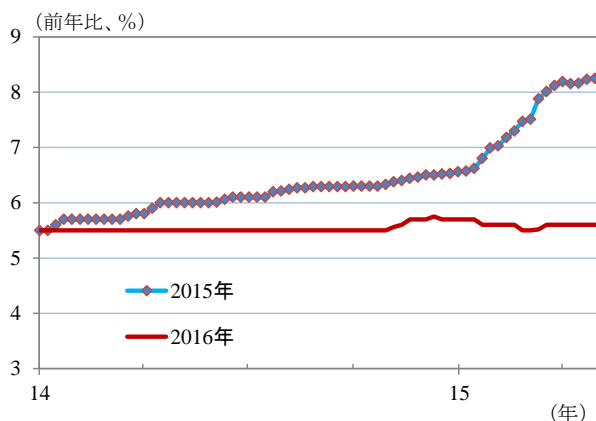
2015年のブラジル経済は低迷が続き、実質GDP成長率は前年比▲1.5%とマイナスに陥る見込みである。中央銀行が集計する現地エコノミストの予想によると、年初は前年比+0.5%であったが足元では同▲1.2%まで低下している（第11図）。2016年も緊縮財政が続く見込みであり、成長率は同+0.6%と低位に止まるだろう。

第11図: 実質GDP成長率の民間予想(平均)



(資料) Thomson Reuters Datastream

第12図: 消費者物価上昇率の民間予想(平均)



(資料) Thomson Reuters Datastream

## インフレは 2016 年にかけて低下の見込み

インフレ率は景気後退と財政金融政策の引き締め、公共料金引き上げの一巡で、今後は鈍化しよう。2016 年の消費者物価上昇率は、2015 年の前年比+8.5%から同+5.5%へ低下する見込みである。インフレがピークアウトする見込みであることから、利上げの最終局面に近づいているとみられる。

## 政権の求心力低下による緊縮策の頓挫がリスク

今後のリスクは、ルセフ政権の求心力が低下し、財政緊縮策が頓挫することが考えられる。現在下院では定数 513 議席に対して与党が 304 議席を占めるが、大統領の所属する労働者党は 66 議席に過ぎない（与党第一党は 70 議席を有する民主運動党）。上院では定数 81 議席に対して与党が 53 議席を占めるが、労働者党は 12 議席に過ぎない（与党第一党は民主運動党で 18 議席）。政権の国会内基盤は弱く、財政調整法案への投票では、連立相手の他党だけでなく労働者党からも造反議員が出ている。

ルセフ政権への支持率は 12%、不支持率が 64%（4 月）となっており、痛みを強いる緊縮策をやり遂げることは決して容易ではないことに留意が必要だろう。

## 3. アルゼンチン

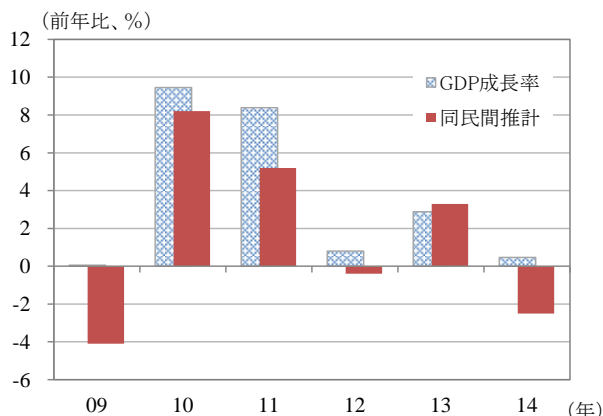
### (1) 景気の現状

## 民間推計では 2014 年の実質 GDP 成長率はマイナス

2014 年のアルゼンチン経済は同年 7 月に発生したテクニカルデフォルトの影響もあり、大幅に悪化した。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、国内生産に悪影響が広がった。2014 年の実質 GDP 成長率は政府発表ベースでは前年比+0.5%と辛うじてプラス成長となったが、民間推計（各機関の平均値）では同▲2.5%と過去 6 年間で 3 回目のマイナス成長に陥ったとされている（第 13 図）。

もっとも、足元の景気は持ち直しの兆しがみられる。2014 年 1 月の為替急落のショックが和らぎ、前年比+30%近くに達した生産者物価の上昇が一巡し低下してきたこと（第 14 図）、今年 10 月の大統領選挙を控え政府が消費喚起策を開始したこと、などから消費者マインドが上向いており（第 15 図）、製造業生産にも底打ちの兆しが見られる（第 16 図）。

第13図: GDP成長率(政府発表ベース)



(資料) Thomson Reuters Datastream

第14図: 生産者物価



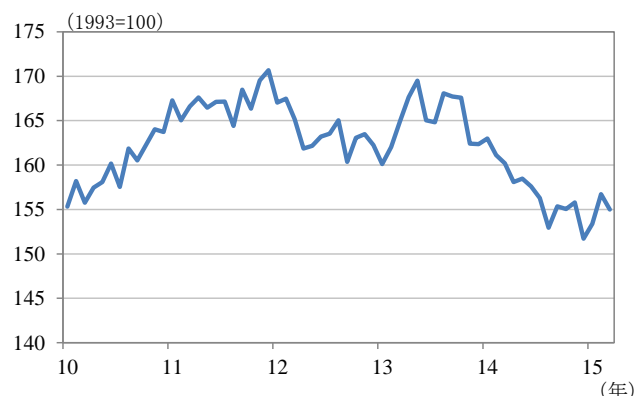
(資料) Thomson Reuters Datastream

第15図: 消費者信頼感



(資料) Thomson Reuters Datastream

第16図: 製造業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

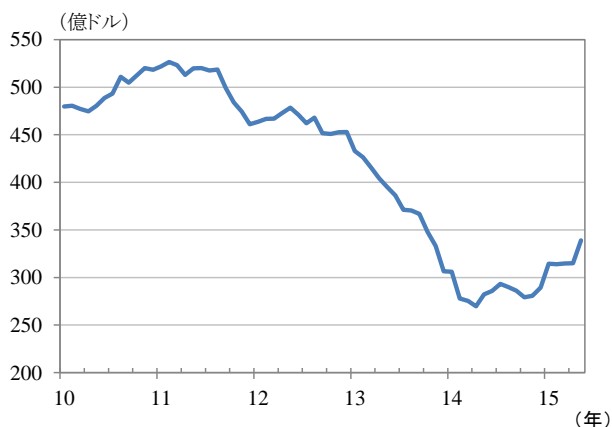
**消費者物価は 30% 前後の高い上昇率が続く**

消費者物価上昇率は、政府統計では3月には前年比+16.5%まで低下してきた。民間コンサルタントが独自に集計した消費者物価上昇率の平均値は、昨年への切り下げ直後の同+40%台からは低下したものの、依然として同+29.8% (3月) と高止まっている。

**外貨準備高は小幅増加**

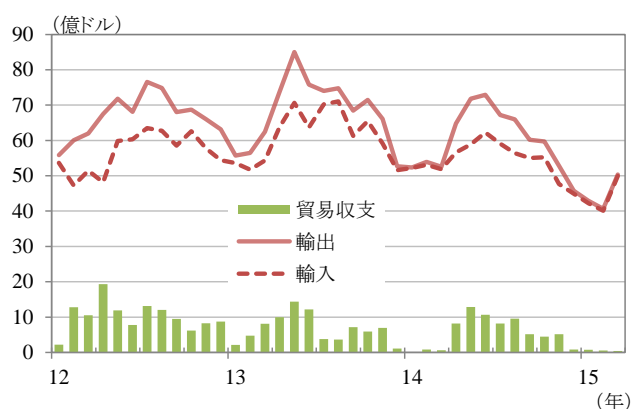
外貨不足が深刻化しているアルゼンチンであるが、足元では外貨準備が増加している (第17図)。昨年のテクニカルデフォルトで、起債は事実上、不可能になっていたが、アルゼンチン国内法に基づく外国通貨建て債券の起債に成功した。また、南半球の収穫期が到来し、農産物の輸出シーズンが始まったことも重なり、同国の外貨準備高は年末から25億ドル増加し、4月末時点で339億ドルに回復した。

第17図:外貨準備高



(資料) Thomson Reuters Datastream

第18図:対外取引



(資料) Thomson Reuters Datastream

## (2) 見通し

消費刺激策により、短期的には景気を下支えするも、インフレの加速が成長を抑制

政府が打ち出した消費喚起策は、今年10月の大統領選挙に向けた選挙対策の色合いも濃い。具体的には白物家電購入を促進するためのクーポン(1割引き相当)を発行するほか、30%近い賃上げを容認し、実質所得を維持する方針などが打ち出されている。また、雇用確保のため公務員を増員することで対応している。ラテンアメリカ経済研究所(FIEL)の調査によると、過去5年の雇用増加率は、民間が年平均ゼロ%であるのに対し、公務員は同+4.6%と高い。

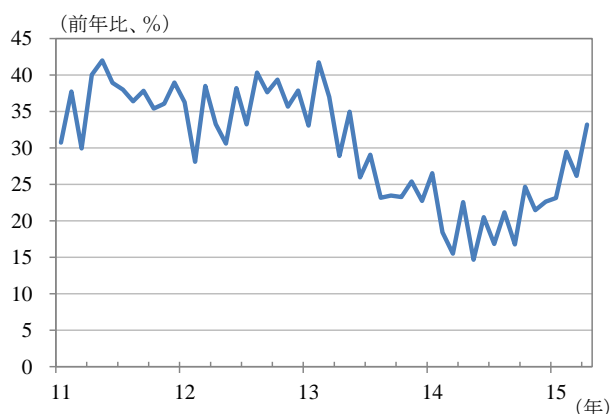
こうした政策は財政負担を伴うものであり、FIELの推計によると、2015年の財政赤字はGDP比7.0%(2014年:同6.7%)に膨らむ見通しである。財政赤字のファイナンスは中央銀行がまかなっており、一時、伸びが鈍化していたマネタリーベースは、昨年終盤から再加速し、足元で前年比+30%台の伸びとなっている(第19図)。こうした刺激策により、景気は短期的には下支えされるとみるが、通貨の増発がインフレを加速させ、結果として、成長を抑制することになろう。

対外取引面でも懸念が残る。外貨準備は増加しているが、外貨獲得能力はむしろ悪化している。通貨当局は、年間12%程度のペソ下落を容認しているが、同国の高いインフレ率を相殺するには十分ではない。この結果、実質為替レートは上昇しており、2014年1月の通貨切り下げ効果は既に大方が失われている(第20図)。

このように現在のアルゼンチンの経済政策は持続可能とは言い難い状況であり、今年10月の大統領選挙後に誕生する新政権は政策の修正を迫られる可能性もあろう。

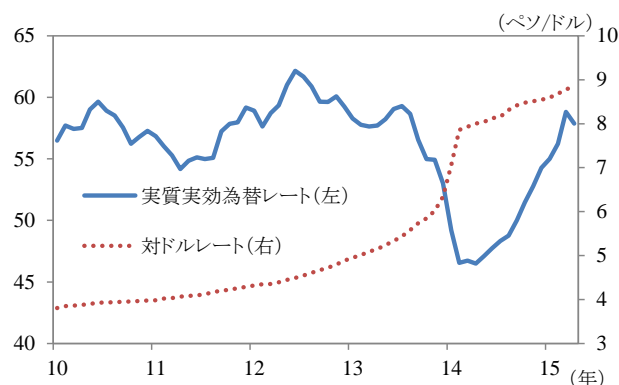


第19図: マネタリーベース



(資料) Thomson Reuters Datastream

第20図: 為替レート



(資料) Thomson Reuters Datastream

### 今年10月の大統領選挙後も、不安定な経済状態が続く可能性も

アルゼンチンでは、大統領の3選は認められておらず、現職のフェルナンデス大統領は出馬できない。大統領派は、後継者としてシオリ・ブエノスアイレス州知事を擁立するとみられる。有力な対抗馬として、マクリ・ブエノスアイレス市長、マサ下院議員の名前が浮上している。

最近の世論調査によると、シオリ氏への支持率が33.4%と最も高く、以下、マクリ氏が27.3%、マサ氏が20.1%となっている。決選投票で野党が候補者を一本化すれば逆転は可能であるとみられるが、今後、政府の狙い通り短期とはいえ景気回復が実現すると、シオリ氏に票が更に流れる可能性もある。一方、マクリ氏は政策の大胆な転換を主張しているが、ポピュリスト政策に慣れた国民が緊縮政策をどこまで受け入れるかは不透明である。大統領選後も、アルゼンチンの経済政策が抜本的に転換される保証はなく、不安定な経済状態が続くリスクが残っている。

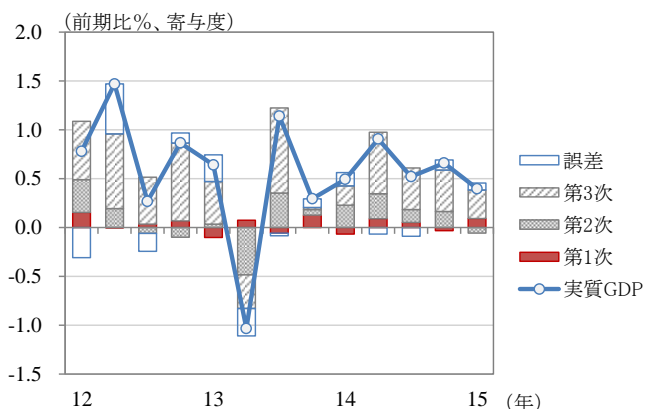
## 4. メキシコ

### (1) 景気の現状

#### 1-3 月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%へ減速

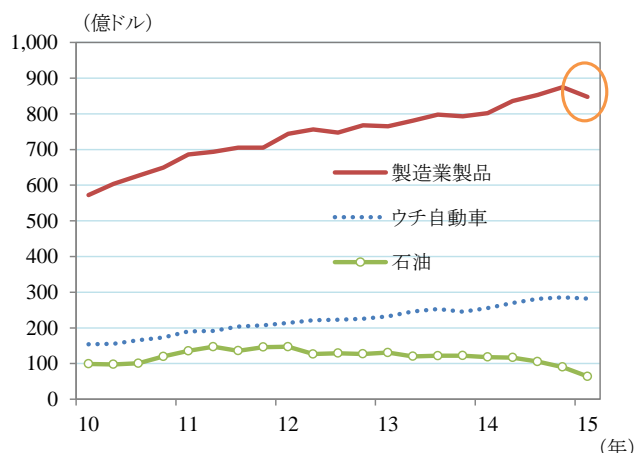
メキシコ経済は足踏みしている。1-3月期の実質GDP成長率(速報)は前期比+0.4%と、10-12月期の同+0.7%から小幅減速した。産業別にみると、製造業、鉱業(石油)が全体の成長率を0.1%ポイント押し下げた(第21図)。製造業の不振は、悪天候や港湾ストライキなどの一時的な要因もあり、マイナス成長に止まった米国経済の影響が大きいとみられる。実際、1-3月期の製品輸出額は前期比▲3.1%と振るわなかった(第22図)。また、鉱業部門の減速は原油価格下落の影響が大きい。

第21図:実質GDP、産業別寄与度



(資料) Thomson Reuters Datastream

第22図:メキシコの輸出

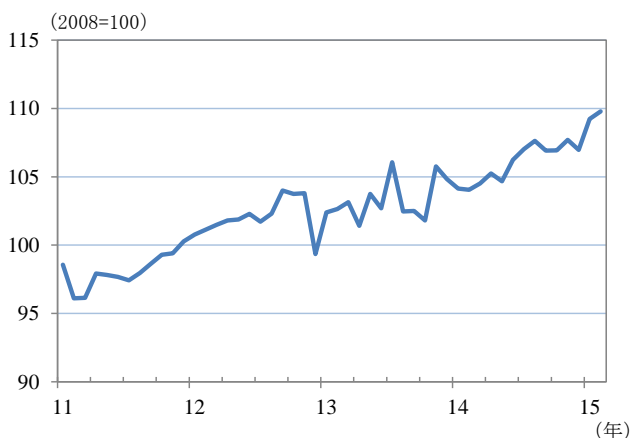


(資料) Thomson Reuters Datastream

良好な雇用環境が  
消費を支え、設備  
投資も堅調維持

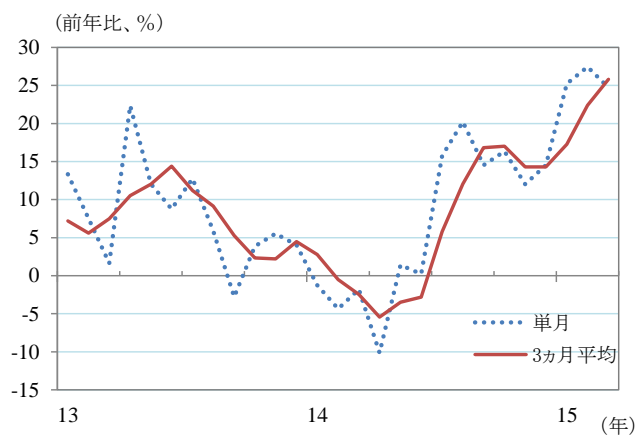
もっとも、景気の回復基調は崩れていないとみられる。小売売上高も自動車販売も好調が続いている（第 23、24 図）。消費を支えているのは、良好な雇用環境である。4 月の失業率は 4.3%と、リーマンショック後で最も低い水準にある（第 25 図）。また、フルタイムの雇用者数が増加するなど、雇用の質も改善している（第 26 図）。更に、実質賃金（1-4 月期：前年比+4.9%）も上昇している。

第23図:小売売上(数量)



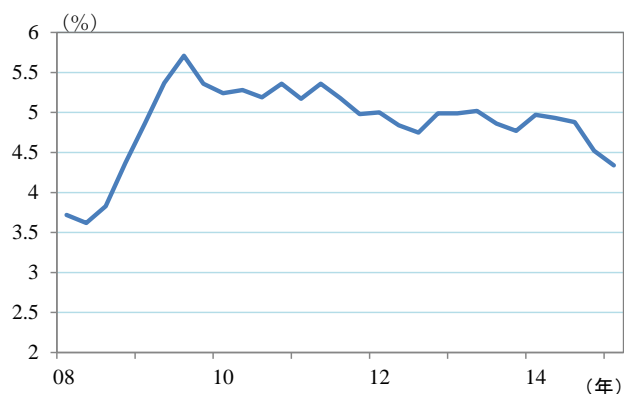
(資料) Thomson Reuters Datastream

第24図:自動車販売台数



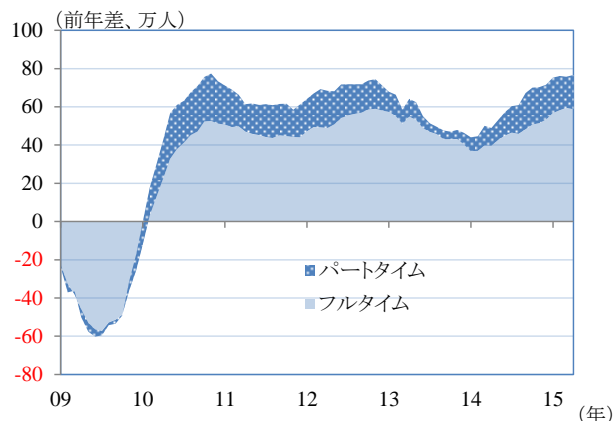
(資料) Thomson Reuters Datastream

第25図:失業率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第26図:正規雇用増減

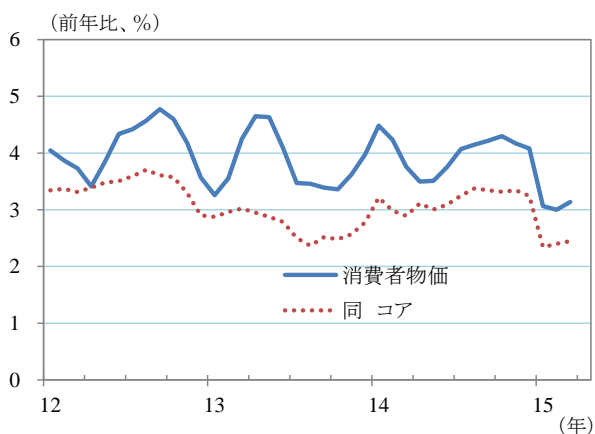


(資料) Thomson Reuters Datastream

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傾向が顕著になっている(第27図)。ガソリン価格の低下に加え、今年1月の長距離電話料金の引き下げなどが背景にある。一方、川上の物価動向を示す生産者物価は、前年比ゼロ近辺まで持ち直している(第28図)。

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

米景気の回復が景  
気回復を下支え

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

メキシコは北米の生産拠点としての地位を固めており、米国、カナダ向けの製品輸出の比率が高い。4-6 月期以降、米国経済が成長ペースを回復するにつれ、輸出増加と、それに伴う内需拡大に支えられ、2015 年の成長率は緩やかながら加速する見込みである。昨年来のペソ安で価格競争力が回復していることも追い風となろう（第 29 図）。2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.6%、2016 年には同+3.4%へ緩やかに持ち直すとする。

物価は安定基調が続くと考えられるが、ペソ安傾向が続いていることから、年後半から 2016 年にかけては、徐々にインフレ圧力が高まっていくことが予想される。

中長期的には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し、外資導入による生産能力の拡大や効率化が見込まれている。エネルギーの他にも、金融や通信分野でも改革が進んでおり、経済協力開発機構（OECD）は、こうした一連の構造改革が今後 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。

第29図:ドル建て単位労働コスト



(資料) Thomson Reuters Datastream

今後のメキシコの課題は、米国の利上げへの対応である。メキシコ経済は、過去の米国の利上げ局面で資本流出に見舞われ、金融市場の波乱を経験している。最近公開された中央銀行の金融政策委員会議事録によると、5人の委員のうち2名は米利上げの前に利上げを実施することを主張。一方、他の2名は景気の現状を鑑み、早期利上げに反対しており、委員会の意見は割れていた。今後、中央銀行からのメッセージに注意する必要があるが、米国の利上げとほぼ同時に利上げに着手する可能性が高いとみておくべきであろう。

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、宜しくお願い申し上げます。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。