

# 中南米経済の見通し

～ブラジルは最悪期を脱し、2017 年の中南米は緩やかな持ち直しへ～

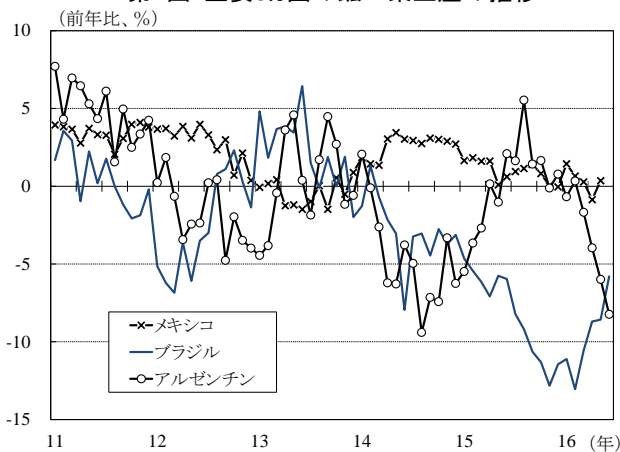
## 1. 中南米経済の概況

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、資源需要の低迷を受けて勢いを欠いている。しかし、後述するように、経済規模が 7 カ国中最大で全体の約 4 割を占めるブラジルに景気底入れの兆しが出てきた（第 1 図）。また、メキシコについては、足元で生産の鈍化がみられるが、比較的堅調な米国景気に助けられ、年内にも景気は再び回復に向かいそうである。

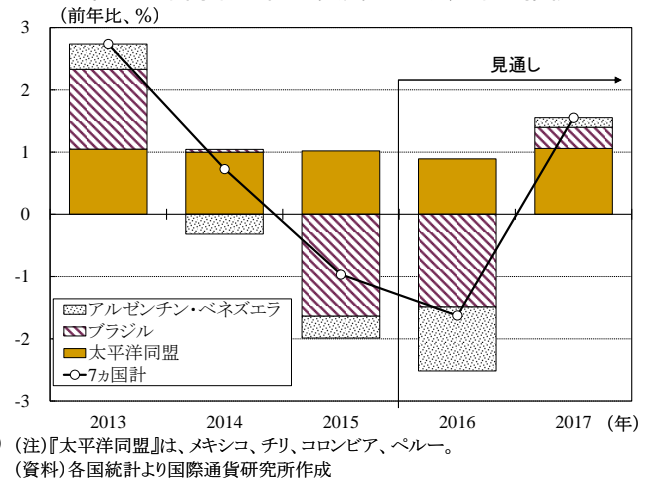
逆に景気悪化が続いているのはベネズエラとアルゼンチンである。特にベネズエラの景気悪化は深刻で、2016 年の実質 GDP 成長率は前年比▲9%程度、消費者物価上昇率は同+500%弱になるとみられる。国民の経済的、政治的不満は高まっており、デモが頻発し警官隊と衝突するなど不穏な事態となっている。アルゼンチンは昨年政権が交代し、スタグフレーションが悪化している。2016 年の実質成長率は同▲2.0%、消費者物価上昇率は同+40%程度になるだろう。前政権の無理な政策運営を修正するための避けられない調整と受け止められており現政権への批判となっていないことは救いだが、調整はこれから本格化するとみられる。

今後の中南米経済を展望すると、2016 年の主要 7 カ国の実質 GDP 成長率は同▲1.6%と 2 年連続のマイナス成長となる見通しである（第 2 図）。一方、2017 年については、一次産品価格の底入れを受けて景気への下押し圧力が徐々に緩和するとみられ、実質 GDP 成長率は同+1.6%と持ち直す見込みである。

第1図：主要3カ国の鉱工業生産の推移



第2図：中南米7カ国の実質GDP成長率の推移



## 2. ブラジル

### (1) 景気の現状

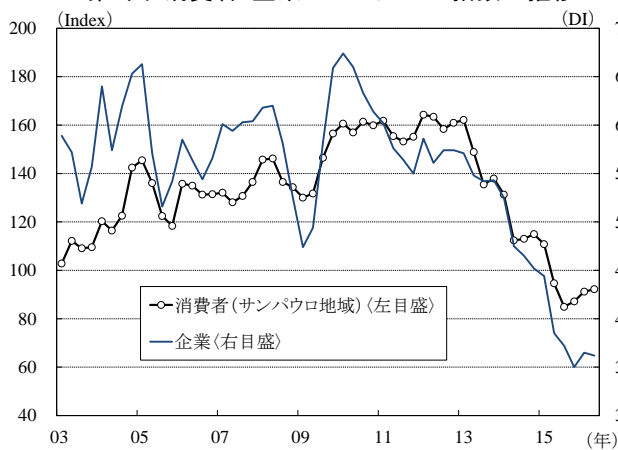
深刻な悪化が続いていたブラジル経済であるが、ようやく底入れの兆しが見え始めた。資源価格や通貨レアルが下げ止まる中、在庫調整の進展などを受け、鉱工業生産はマイナス幅が縮小しつつある（前頁第1図）。またルセフ大統領の職務停止は、人心一新を求める内外の投資家から歓迎された。こうした変化を背景に、企業や消費者のマインドも下げ止まってきている（第3図）。

政治はまだ混沌としているが、ルセフ大統領の弾劾手続きが国会で進行しており8月末にも上院本会議で最終票決が実施される予定である。現地の報道によると、反ルセフ陣営の票固めは進んでいるとみられ、弾劾は成立する公算が大きい。テメル暫定政権は中道政党と連立内閣を組み、歳出増加率の上限設定を提案するなど赤字削減に努力すると表明している。人事面でも、2000年代に中央銀行総裁としてインフレ抑制に貢献したメイレス氏を財務相に起用した。テメル政権が正式に発足すれば、先行きへの期待感が膨らむだろう。

しかし、中期的な景気の下押し圧力は残っている。住宅価格は4月に前年比▲9.4%と大きく下落している。前年割れとなるのはこれで13カ月連続であり、下げ止まり感もみられない。銀行貸出も伸びが鈍化している。6月は前年比+1.0%、企業向けに限ると5月から前年を下回り、6月は同▲2.2%となった（第4図）。不良債権比率もじりじりと上昇しており、今後、銀行が更に貸出に慎重になり実体経済の下押し要因となるリスクがある。6月に11.3%（全国ベース）まで上昇した失業率も景気にとって重石であり続けるだろう。

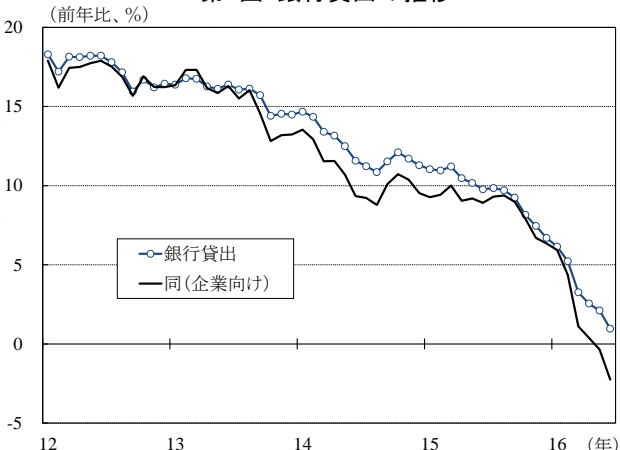
また、財政赤字の継続も懸念材料である。2014年以前の決算操作分を調整した結果、2015年の基礎的財政収支はGDP比▲4.2%に膨らんだ。2016年も景気悪化による税収減と社会保障関連の支出が増加するため、基礎的財政収支は同▲2.5%、2017年も同▲2.2%と赤字が続く見通しである。

第3図：消費者・企業のセンチメント指数の推移



(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4図：銀行貸出の推移



(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

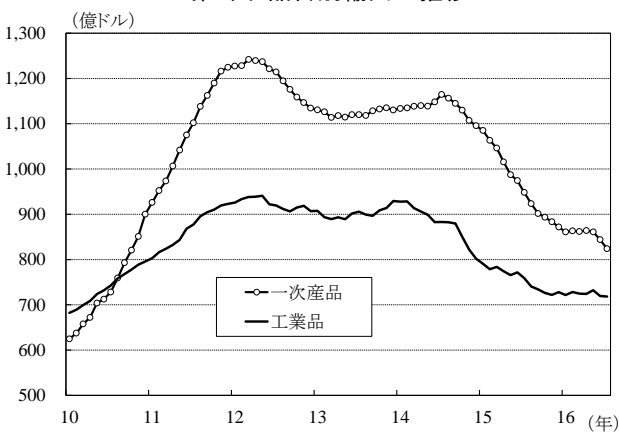
今後のブラジル経済を展望すると、短期的・循環的な持ち直しは見込まれるものの、最終需要の回復に力強さは出てこないと予想する。実質 GDP 成長率は、2016 年に前年比 ▲3.5% となった後、2017 年も同+0.8% と弱めの回復となるだろう。

まず、輸出は一次産品も工業品も依然として伸び悩みが続いている（第 5 図）。世界経済は全体として勢いを欠いており、この先も資源需要の急速な回復を期待できる状況ではない。また、個人消費も、雇用・所得環境の改善が見込み難いこと、住宅価格の下落が重石となることなどから低迷が続く見通しである。設備投資については、個人消費の停滞に加え、外需の回復も緩やかに止まることから、持ち直しは緩やかとなろう。財政状況は厳しく、一段の格下げを回避するため、大幅な歳出増は想定し難い。

政府は財政再建による信頼感の回復をテコに投資を呼び込むシナリオを描いているが、その前途には暗雲が漂う。懸念の背景にはブラジル特有の小党乱立がある。下院で最大議員数を誇る民主運動党（PMDB）でさえ、513 議席中 67 議席を持つに過ぎない。多数派工作には多くの政党の協力を取り付ける必要があり、現在の連立内閣も 11 政党の寄り合い所帯になっている。そのため連立内での大統領の指導力はどうしても弱くなりがちで、痛みを伴う改革は「総論賛成、各論反対」に陥り易い。現に、連立与党の中にテメル氏の財政赤字削減案を無条件に支持している政党は皆無である。有効な赤字削減案ほど審議の過程で骨抜きにされていく可能性があり、9 月以降の国会での審議には注意が必要である。

数少ない朗報はインフレの高進が峠を越えたことである。消費者物価上昇率は年初にピークをつけ、エネルギーと食料を除いたコア物価ベースでも加速が止まった（第 6 図）。年内にもブラジル銀行が利下げに向かう余地が出てきたとも言えるが、インフレ率は依然として高い。利下げ余地は自ずと限られ、また、利下げによる景気押し上げ効果もそれ程大きくならないと想定される。

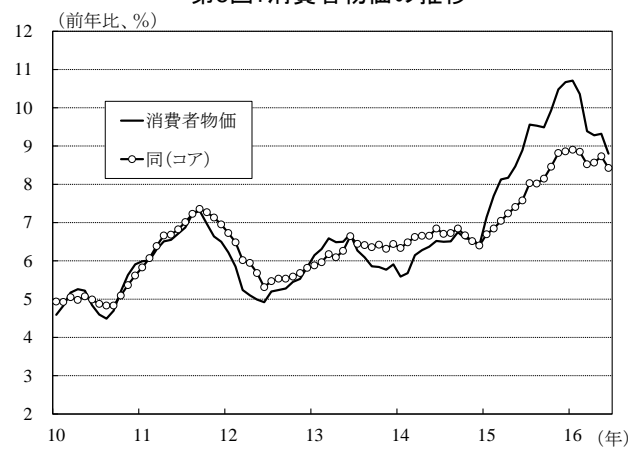
第5図: 品目別輸出の推移



(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6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

### 3. アルゼンチン

#### (1) 景気の現状

足元の景気は引き続き厳しい状況にある。2016年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+0.5%へ急減速した(第7図)。消費者物価上昇率(ブエノスアイレス市)は、2015年12月の新政権誕生後のペソの大幅切り下げや公共料金の引き上げを背景に、4月以降、前年比+40%を上回っている(第8図)。雇用環境も悪化しており、4-6月期の実質GDP成長率は前年比でマイナスに陥る可能性が高い。

なお、前政権下で改ざんの疑いが持たれていた経済統計の見直しが進み、改定値の公表が続いている。新旧の統計を比較すると2014年の実質GDP水準は約2割低下し、過去10年間の平均成長率も+5.0%から+3.8%へと切り下がった。不自然だった全国の消費者物価指数も一新されたが、過去分は未発表である。

#### (2) 見通し

本格的な調整は始まったばかりであり、アルゼンチンの景気後退は暫く続くだろう。2016年の実質GDP成長率は前年比▲2.0%、インフレ率は同+40%弱と、アルゼンチンは厳しいスタグフレーションに見舞われることになるだろう。

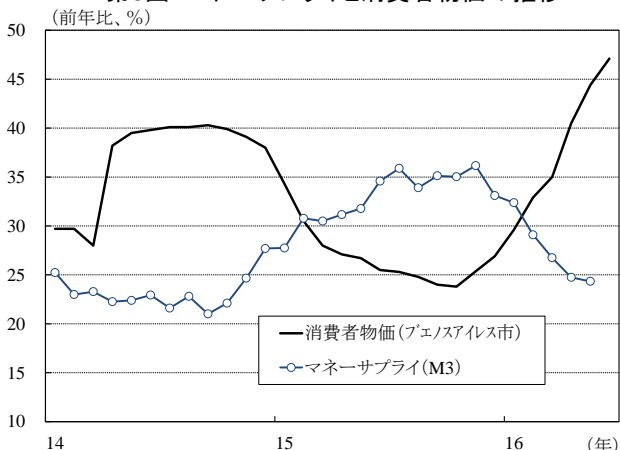
但し、マネーサプライの抑制が始まっていることに加え(第8図)、電気料金や公共交通機関の運賃など公共料金の引き上げは年内で一巡すると想定される。マクリ政権は、金融政策について、中央銀行の独立性を高めインフレ目標を導入する計画であるなど、総じてオーソドックスな政策運営への転換を進めている。インフレ率は2017年には同+25%にまで低下し、経済は徐々に安定に向かうだろう。ペソ安による輸出拡大効果に加え、最大の輸出先であるブラジルも緩やかながら持ち直しに向かうことから、2017年の実質GDP成長率は同+2.5%とプラスに転じる見通しである。もっとも、同国の外貨準備は300億ドル程度と輸入の6ヵ月分に止まっており、外的ショックに脆い経済である点には引き続き留意が必要である。

第7図: 実質GDP成長率の推移



(資料)アルゼンチン国家統計局統計より国際通貨研究所作成

第8図: マネーサプライと消費者物価の推移



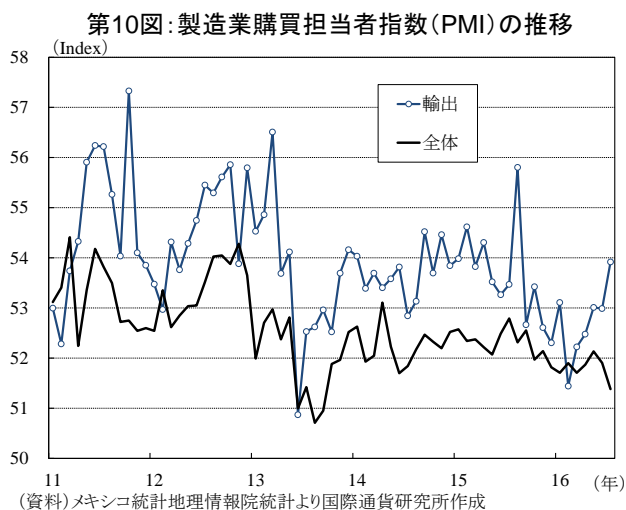
(資料)ブエノスアイレス市、アルゼンチン中央銀行統計より国際通貨研究所作成

## 4. メキシコ

### (1) 景気の現状

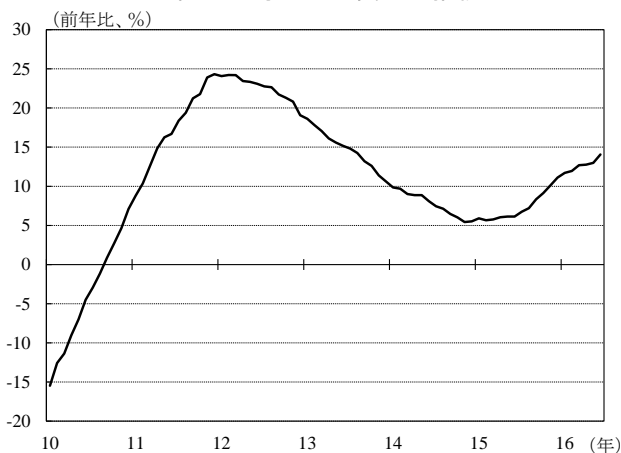
メキシコは 2016 年入り後も比較的堅調な景気拡大が続いていたが、米国の製造業生産の減速がやや遅れて波及してきている（第 9 図）。メキシコの製造業生産は 4-6 月期に前年比▲0.2%と減少に転じた。一方、商業や金融、不動産といった第 3 次産業は比較的堅調に推移し景気の下支え役となった。この結果、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%、前年比+2.5%となった。

メキシコ経済は踊り場に差し掛かっていると考えられるが、停滞は一時的となろう。メキシコは対米依存度が高いため、米国景気が失速せず回復基調を維持する限り、総じて回復が見込める。実際、製造業購買担当者指数の輸出需要は足元で回復してきている（第 10 図）。また、生産減を受けた短期的な所得減少については、堅調な家計向け貸出がある程度バッファとなるだろう。家計向け貸出は昨年前半、前年比+6.0%前後まで鈍化していたが、その後は加速に転じており、6 月には同+14.1%となっている（第 11 図）。更には雇用情勢もまだ堅調といえる。正規雇用の増加ペースは、昨年前半の前年比+75 万人から今年 3 月には同+61 万人に鈍化した。足元では同+65 万人まで持ち直してきた。



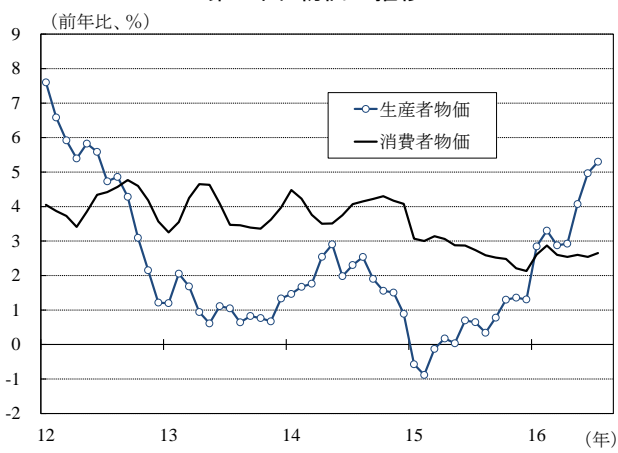
2016 年の消費者物価上昇率は、前年比+3%を下回る水準で安定している（第 12 図）。もともと、生産者物価は今年に入って顕著に上昇しており、エネルギー・食品を除くコア消費者物価の上昇率は足元でインフレ目標の中心である同+3.0%に達している。メキシコ銀行は、為替市場でペソ安が進行していることもあり 6 月末に今年 2 度目となる 0.5%の利上げを実施し、政策金利（翌日物貸出金利）を 4.25%とした。ペソ安が中期的なインフレ期待を高めてしまうことを警戒しての措置であったが、米大統領選の結果によっては、米メキシコ関係が悪化し一段のペソ安となるリスクもあり、11 月まで神経質な相場が続く可能性がある。

第11図：家計向け貸出の推移



(資料)メキシコ銀行統計より国際通貨研究所作成

第12図：物価の推移



(資料)メキシコ統計地理情報院統計より国際通貨研究所作成

## (2) 見通し

メキシコ経済は、米国経済が内需主導で拡大を続ける見込みであること、海外からの直接投資も依然として旺盛であることから、早期に踊り場を脱する見通しである。実質GDP成長率は、2016年については前年比+2.2%へと鈍化するものの、2017年は同+2.6%へと緩やかに加速するだろう。なお、金融政策は米国に追随し引き締め方向となることが予想されるが、比較的早期に利上げが実施されてきたため、今後の利上げペースは緩やかに止まると予想している。

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)		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲ 589	▲ 180	▲ 200
メキシコ	2.5	2.2	2.6	2.7	2.8	3.3	▲ 324	▲ 330	▲ 350
アルゼンチン	1.8	▲ 2.0	2.5	16.5	38.0	25.0	▲ 159	▲ 100	▲ 130
中南米全体(注)	▲ 1.0	▲ 1.6	1.6	17.1	54.3	33.8	▲ 1,573	▲ 985	▲ 995

(注)実質GDP成長率と消費者物価上昇率は主要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7カ国の合計値。

(資料)各国統計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せよう、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。