

中南米経済の見通し

～遅れる回復、米国の利上げ・保護主義の台頭懸念が重石に～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

景気は低迷が続いている。7-9 月期はオリンピック開催もあり底入れが期待されたが、鉱工業生産は 8 月に前月比▲3.5%と急落した後、9 月の回復はわずか同+0.5%に止まり（生産が増加したのは 21 業種中 9 業種のみ）、7-9 月期の生産は前期比▲1.1%と再び減少することとなった（第 1 図）。失業率が高止まりするなど雇用・所得環境の厳しさを背景に個人消費の軟調が続いており、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.8%と 7 四半期連続のマイナスを記録した（前年同期比ベースでは▲2.9%、10 四半期連続のマイナス）。

しかし、足元の景気が期待外れであるにも関わらず、先行きへの期待感は改善している。企業のセンチメント指数をみると、4-6 月期の 36.8 から 7-9 月期には 47.3 へと大きく上昇しているほか、消費者センチメントも底入れしつつあるとみられる（第 2 図）。こうしたマインド好転の背景には、政権交代による人心一新効果や、一次産品価格の下げ止まりに加え、財政再建に光明が差してきたことも考えられる。10 月にブラジル連邦議会下院は、今後 20 年間に亘って支出増を前年のインフレ率以下に抑制するという憲法改正案（以下、「上限法案」）を可決した。憲法改正であるため通常の決議より手続きは厳格であり、上下両院で 2 度採決にかけられ、しかも 6 割以上の賛成が必要になる。下院については、2 度目の採決でも賛成 359 票、反対 116 票、棄権 2 票と、6 割（308 票）を大きく上回る賛成票を得た。「上限法案」の審議は上院に移っているが、11 月 29 日の 1 回目の採決では全議員 81 名のうち 61 名が賛成票を投じ、承認される結果となった。2 回目の採決は今年 13 日に行われる予定である。

第1図：鉱工業生産の推移



第2図：消費者・企業のセンチメント指数の推移

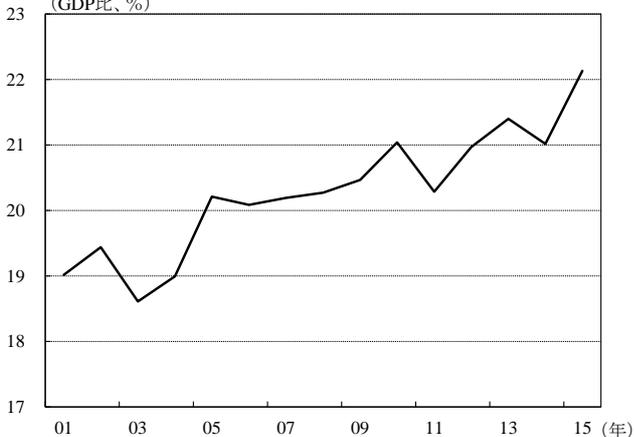


「上限法案」が最終的に可決されれば、ブラジル経済にとって画期的な出来事になる。ブラジルの歳出規模は新興国としては大きい上に、不況の長期化で増加傾向にある。社会保障支出など、法律の規定で自動的に増加していく支出の割合が高いためである。2015年の中央政府の歳出規模（利払費を除く）はGDP比で22.1%に達しており、今年は今よりも高まる見込みである（第3図）。他方で不況による税収減も続いているため、連邦政府の基礎的財政収支はGDP比3.0%の赤字となっている（2016年9月までの12ヶ月累計、第4図）。

「上限法案」の可決は財政規律維持への第一歩となるはずで、年金改革にも弾みがつく可能性がある。短期的には財政引き締めによる景気下押し圧力が強まることになるが、一方で、財政の持続可能性が高まることで利下げの余地が広がる効果が期待できる。

勿論、手放しで改革の進行が見通せるわけではない。懸念されるのは、他の政策との取引に「上限法案」が利用されてしまうことである。現在、ブラジルには35の政党が登録され、28の政党が連邦議員を擁する。足元、「上限法案」とは別に、最低得票率等のハードルを高くして政党支援金の対象から外すことで政党数の削減を促す憲法改正案が議論されているが、憲法で認められた結党の自由に抵触するとして、小政党が猛反発している。政府は妥協点を探っており、代償として「上限法案」の上院審議にも影響が出て内容が骨抜きにされてしまう可能性も否定できない。

第3図：中央政府の歳出規模の推移（利払費を除く）
（GDP比、%）



（資料）ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

第4図：連邦政府の基礎的財政収支の推移
（GDP比、%）



（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、資源価格の底入れや物価の安定等を背景に、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。「上限法案」成立は長期的にはブラジル経済にプラスの効果をもたらすものであるが、短期的には景気への下押し要因となろう。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。

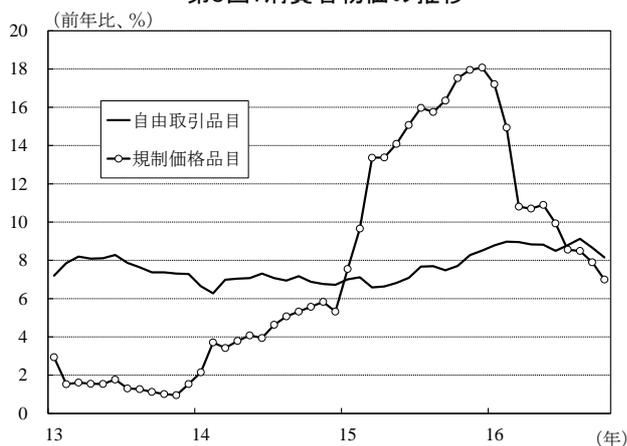
まず、ブラジル経済にとって、インフレが天井を打ったことは朗報である（第5図）。

公共料金の引き上げが一巡したほか、食品価格も、エルニーニョ現象の終結を受けて今後低下が予想される。リアル相場も、昨年比では上昇しており、輸入インフレ懸念も後退している。「上限法案」が可決されれば、財政支出増というインフレ要因も緩和する。今年の消費者物価上昇率は前年比 6.8%程度となる見込みであるが、2017 年のインフレ率は同 5.0%に低下し、中期的にはブラジル銀行の目標並みの 4.5%前後に収斂していくと想定できる。

ただし、景気自体は、引き続き外需、内需ともに先行き厳しい状況が続くことが予想される。需要項目別では、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 6 図）。中国経済は、これまでの高成長期に累積された過剰投資に起因するストック調整の影響で減速傾向にあり、もはやかつてのような資源需要の急速な拡大を期待できる状況にはない。個人消費についても、失業率が依然高いことや住宅価格の下落が続いていることを考えると、もう暫くは軟調な展開が続くだろう。

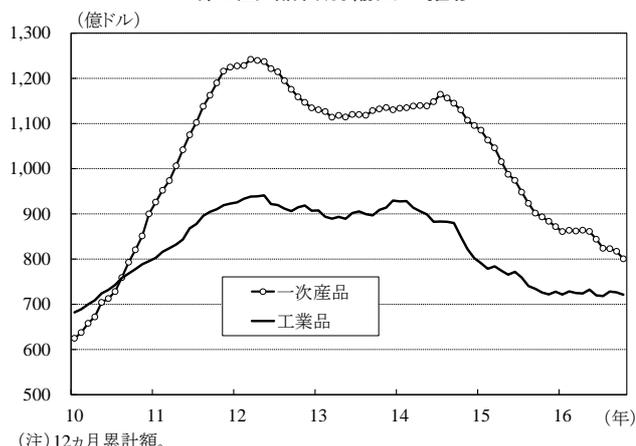
トランプ氏が米国大統領選で勝利したことで、米国の中南米外交が変化する可能性が出てきた点はリスク要因である。移民問題はメキシコばかりが注目されているが、ブラジルを含め他の中南米諸国からも多くの人々が米国へ移住している。移民問題を巡り米国との関係が悪化する懸念から、選挙前から多くの中南米通貨が対ドルで下落していた。ブラジル銀行は、インフレ環境の好転を受け 10 月に 2012 年 10 月以来 4 年ぶりとなる 0.25%の利下げを実施したのに続き、11 月にも同じく 0.25%の利下げを実施したが、米国で緩やかながらも利上げが継続的に行われる見通しであることも合わせ、今後は通貨安の進展回避を意識せざるを得ない。利下げによる景気浮揚効果は限定的となる見込みである。

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: 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

2. メキシコ

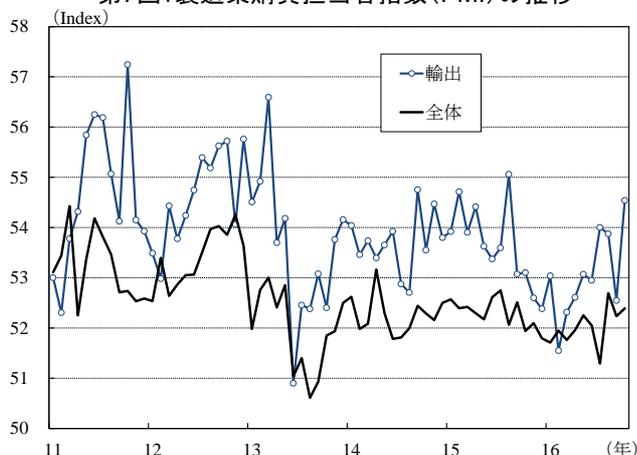
(1) 景気の現状

メキシコの対米輸出は、1994年の北米自由貿易協定（NAFTA）発効以来20年で約6倍に拡大し、今やメキシコの輸出品の約8割は米国向けである。メキシコは北米の生産工程の重要な位置を占めており、米国製造業との連動性が極めて高い。

昨年来、メキシコの製造業生産は、米国製造業の緩やかな活動鈍化を背景に軟化してきたが、米国景気は足元で堅調に推移しており、メキシコ製造業の生産も反発の兆しがみられる。メキシコの製造業購買担当者指数（PMI）をみると、輸出、全体とも上昇基調に転じている（第7図）。生産活動の持ち直しもあり、個人消費も堅調に推移している。この結果、7-9月期の実質GDPは前年比+2.0%と、4-6月期の同+1.5%からやや加速した。

こうした楽観ムードに水を差したのが米大統領選である。メキシコに対して厳しい姿勢をみせるトランプ候補が共和党候補に選出され、本選での善戦が伝えられ始めると、消費者マインドが悪化した（第8図）。外国為替市場ではペソ安が進行し1ドル=20ペソに接近する動きが見られた。メキシコ銀行は外為市場でペソ買い介入を実施したほか、利上げも米国に先行して実施した。しかしながら、トランプ氏の勝利が濃厚になると、ペソはついに1ドル=20ペソを下回る水準まで下落する結果となった。

第7図：製造業購買担当者指数（PMI）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

第8図：消費関連指標の推移



(注)『小売指数』は2008年、『消費者信頼感指数』は2003年を100とした指数。
(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

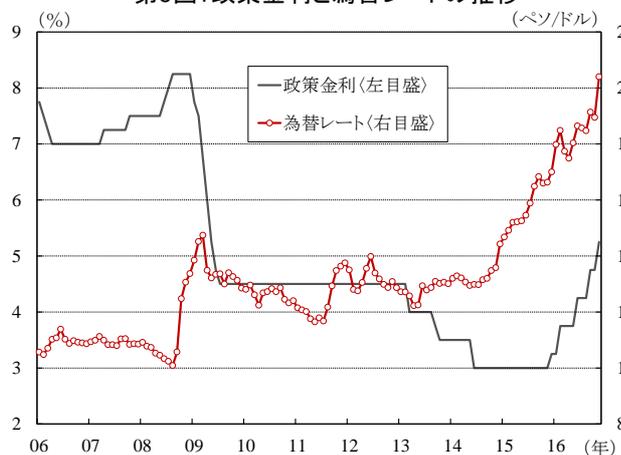
(2) 見通し

移民に対する激しい非難、国境地帯での壁建設、NAFTAの一方的見直しなど、トランプ候補の選挙戦中の演説は米国とメキシコとの関係悪化を予感させる内容であった。「選挙中の発言の全てが実際に実行されるわけではない」という見方が強く、NAFTAを米国が一方的に破棄するような事態は避けられると想定されるが、実際にトランプ次期大統領がどのような政策を打ってくるのかは依然不透明である。メキシコと米国の経済関係が大きく悪化することになれば、設備投資などは見送られる傾向が強まるだろう。少なくとも2017年前半は様子見の展開が続き、景気は軟調に推移すると考えられる。

金融面からも景気拡大には制約がかかる。メキシコ銀行は米大統領選の翌週（11月17日）、政策金利を0.5%引き上げ5.25%とした。2009年以來の高い水準で、この1年で3.0%から5.25%へと2.25%ポイントも引き上げられたことになる（第9図）。もともと、こうした積極的な利上げにも関わらず、ペソ安にはまだ歯止めが掛かっていない。メキシコへの証券投資（ポートフォリオ投資）は2015年以降、急速に縮小しており、今年4-6月期までの1年間の流入額は96億ドルと、前年同期比で69%減、2年前と比較すると87%の減少となっている（第10図）。ペソ安には輸出面で価格競争力を回復させる効果があるものの、インフレを助長するマイナス効果も大きく、米国の継続的な利上げが予想される中、メキシコ銀行は今後も利上げを続けざるを得ない可能性が高い。

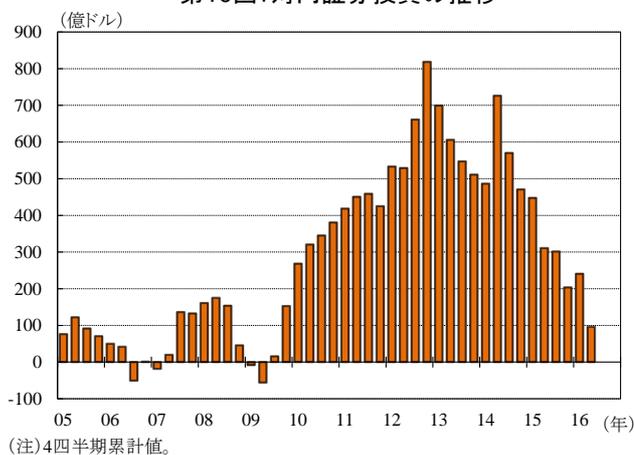
実質GDP成長率は、米国の政策動向にも依存するが、今年は前年比+2.1%に鈍化した後、2017年についても同+2.0%と緩やかな回復に止まる見通しである。

第9図：政策金利と為替レートの推移



(資料)メキシコ銀行統計より国際通貨研究所作成

第10図：対内証券投資の推移



(注)4四半期累計値。

(資料)メキシコ銀行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

アルゼンチン経済は、不況と高いインフレ率が同時に進行している。4-6月期の実質GDPは前年比▲3.4%とマイナス成長に転落した。個人消費が前年割れとなったほか、総固定資本形成も同▲4.9%と大幅に減少し、輸出も低迷した。更に7-9月期に入っても、製造業生産は同▲6.9%と大きく減少するなど、景気の悪化は続いている。失業率も11%に上昇し、消費者信頼感も悪化したままである（第11図）。

こうした中で、消費者物価は大幅に上昇している。7月は前年比+47.1%まで加速した（第12図）。その後は上昇率が一旦縮小し、9月は同+43.1%となったものの、これは、インフレ高進が社会不安を生む可能性を恐れた最高裁が8月の電力料金再値上げを認めなかったことの影響が大きく、インフレ率が低下傾向に転じたとは判断し難い。

GDP比でみた財政収支は、2015年の▲3.9%の後、2016年も▲5.2%と赤字が継続する見通しである。前政権下で拡張した政府部門の縮小は、アルゼンチン経済再生のためには避

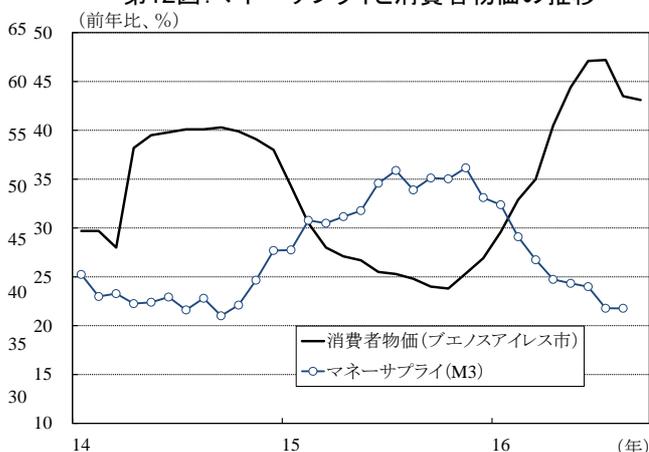
けて通れないが、来年の中間選挙を控え急激な歳出削減は政治的には困難と言わざるを得ない。2017年予算での赤字削減は実質的に見送られる可能性が高く、景気の極端な落ち込みは回避できるものの、インフレ圧力も残ることになるだろう。

第11図：製造業生産と消費者信頼感の推移



(注)『消費者信頼感』は、デフュージョンインデックスで50が中立を示す。
(資料)アルゼンチン中央銀行統計等より国際通貨研究所作成

第12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

(2) 見通し

最大の輸出先であるブラジル（シェア 17%）の景気回復が遅れていることから、外需主導の回復は望み薄である。また、アルゼンチンは今年、国際金融市場への復帰を果たしたものの、外貨準備は 400 億ドルで頭打ちになっており、かろうじて輸入の 7 ヶ月分を確保しているに過ぎない。経済は依然として不安定で、米国の利上げへの耐性も決して高くはない。

インフレ率は、マネーサプライの伸びが鈍化してきているため、来年には低下してくると考えられるものの、中央銀行が目標としている 12~17%には届かず、20%強という高インフレ状態が続く見通しである。高いインフレ率に通貨価値の下落が追いついておらず、実質為替レートは上昇傾向にある。価格競争力の低下が輸出へ悪影響を及ぼしており、為替はいずれ一段の下落が必要になると予想される。2017年の実質 GDP 成長率は、インフレ率の縮小を受けて前年比+2.5%とプラス成長を見込むが、本格的な景気回復には至らないとみられる。

4. 中南米主要 7 カ国の見通し

上記 3 カ国以外の中南米諸国の中では、アルゼンチン並みの経済規模（7 カ国合計の GDP の約 1 割）であるベネズエラが経済危機に直面しており、注意が必要である。同国経済は石油に全面的に依存しているが、厳しい不況（2016年の実質 GDP 成長率は前年比▲10%となる見込み）と極度のインフレ（足元で前年比+500%以上）に見舞われている。また、資源需要の回復が鈍いことから、チリも低成長を余儀なくされる見通しである。コロンビアも国内の和平交渉が一進一退で回復に弾みがかからないが、ペルーについては比較

的高い成長を遂げるだろう。

各国ともドル高の煽りを受け通貨安傾向が続くと考えられ、通貨当局は資金流出を抑制するため金利を高め維持する公算が大きい。2017年の中南米主要7カ国の実質GDP成長率は前年比+1.2%と漸くプラスに転化するものの、国内需要の本格的な回復には至らないため勢いを欠く展開となるだろう（第1表）。

第1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)		
	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	▲200	▲250
メキシコ	2.5	2.1	2.0	2.7	2.8	3.3	▲327	▲330	▲340
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	▲1.8	1.2	17.1	61.7	36.6	▲1,586	▲995	▲1,035

(注) 実質GDP成長率と消費者物価上昇率は全体の数値は主要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。