

中南米経済の見通し

～インフレ克服が待たれるアルゼンチン、2018 年に大統領選が
実施されるブラジル・メキシコは政治の季節入り～

1. ブラジル

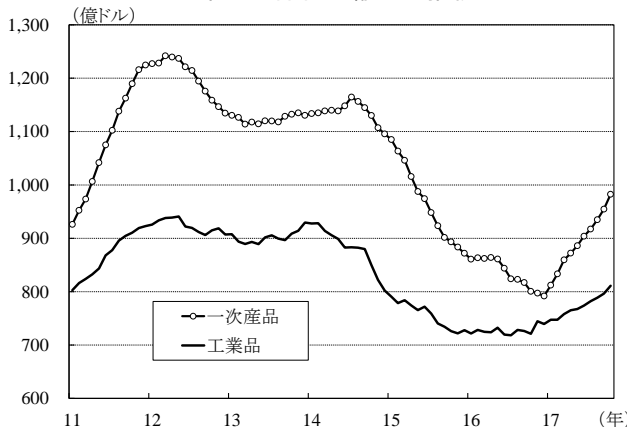
(1) 景気の現状

ブラジル経済は緩やかに持ち直している。世界経済の拡大で一次産品輸出が増加に転じているほか、既往のリアル安効果と輸出先の景気回復で工業品輸出も持ち直してきている（第 1 図）。一方、これまでの内需悪化で輸入の水準が切り下がったことから、貿易収支は大幅に改善している。今年 1 月から 9 月までの貿易収支は 512 億ドルの黒字となっており、昨年同期間の 342 億ドルの黒字から約 5 割の増加となっている。

こうした経済情勢の好転を反映し、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と、1-3 月期の同+1.0%に続いて 2 四半期連続でプラスとなった。需要項目別にみると、個人消費が同+1.4%と高い伸びを示した。この消費回復は多少“上げ底”であった可能性があるものの^(注)、雇用情勢の持ち直しとインフレ率の低下が家計の助けになったことは間違いない。他の需要項目では、政府消費と総固定資本形成は減少したものの、輸出は前期比+0.5%の増加となっている。鉱工業生産は今のところ回復ペースに力強さはみられないが、緩やかながらも 3 四半期連続で増加しており、底入れしたことは明確になってきている（第 2 図）。

(注) 政府は今年 3 月から 7 月まで、消費喚起のために勤続期間補償基金（FGTS）の例外的な引き出しを認めていた。本来、この基金を引き出せるのは、解雇や引退の場合などに限られているが、引き出し条件を緩和し、自己都合の退職であっても失業中は引き出し可としたことが、4-6 月期の個人消費押し上げに一部寄与したと考えられる。

第1図: 品目別輸出の推移



(注) 12ヵ月累計額。

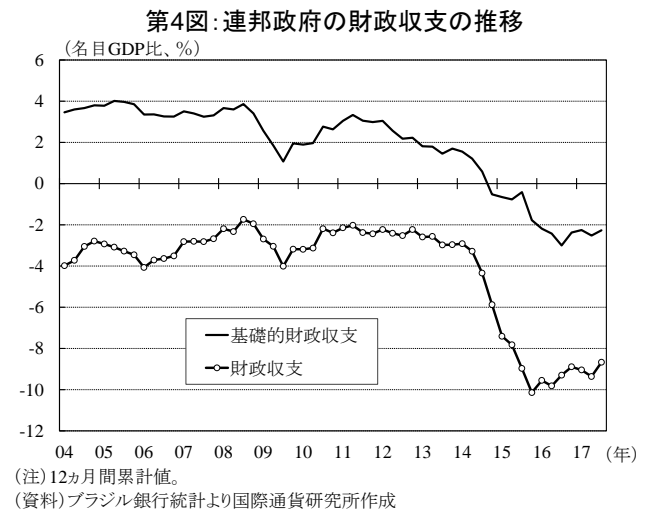
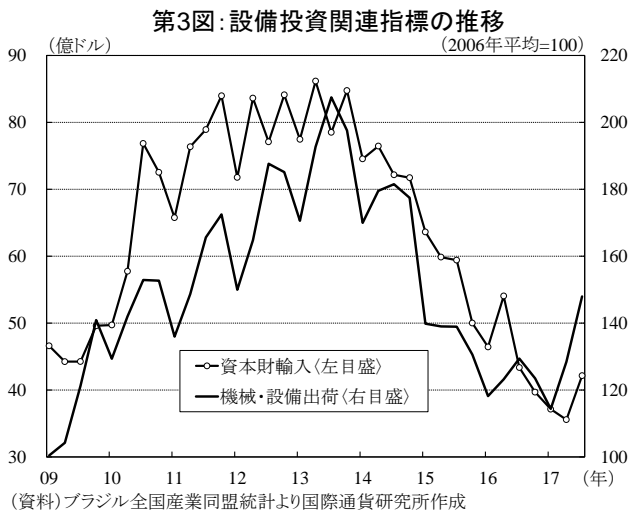
(資料) ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

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

政策面では、中道であるテメル政権の目指すブラジル経済の体質転換が、まだ緒に付いたばかりである。テメル政権は、ブラジルの高い消費比率（個人消費と政府消費を合計すると GDP 比 86.0%）を下げ投資比率を高めることで、将来の成長力を確保しようとしている。設備投資関連指標をみると反発の動きも窺われ、今後の回復が期待される局面にあることは確かである（第 3 図）。しかし、その条件の一つである政府部門の縮小によるクラウドディングアウトの回避に関しては、財政赤字の改善が小幅に止まっており（第 4 図）、まだ予断を許さない状況にあると言わざるを得ない。



(2) 見通し

今後の見通しを考えるにおいて重要なのはインフレの動向であろう。この点、消費者物価をみると、8月は前年比+2.5%の上昇と18年ぶりの低水準となった（第5図）。9月、10月は小幅に加速したものの、高インフレに悩まされ続けてきたブラジルでインフレ率がここまで低下してきたことの持つ意味は大きいと言える。

ブラジルの最低賃金は、直近2年のインフレ率と実質GDP成長率を参考に改定されるが、最近の低インフレとマイナス成長により、2018年の最低賃金は2017年並みに止まる可能性が高まってきた。これはブラジルにとって画期的なことである。最低賃金上昇率は年金の支給額にも適用される。最低賃金の上昇はこれまで、インフレ率と賃金上昇率のスパイラル的な拡大をしばしばもたらしてきた。2018年は賃金上昇によるコストプッシュ・インフレが発生せず、比較的低いインフレ率が続く目途がたってきた。エコノミストによるインフレ率見通しをみても、2018年、2019年は中央銀行のインフレ目標である前年比+4.5%を下回っている（第6図）。ブラジルとしては低いインフレ率が当面続くという期待が定着しつつある。

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：エコノミストによるインフレ率見通しの推移



(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

インフレ率の低下により景気に配慮した金融政策を維持できることもあり、回復期に入ったばかりのブラジル経済は、世界経済に大きな波乱がない限り、緩やかな成長を続けると見込まれる。実質 GDP 成長率は 2017 年に前年比+0.6%と 3 年ぶりにプラスで着地する見込みであり、2018 年には同+2.0%まで高まると予想する。

テメル政権が目指している設備投資の促進による生産性の向上はブラジル経済の発展に必要な不可欠であり、粘り強く必要な政策を継続していくことが望まれる。問題は、2018 年 10 月に予定されている大統領選後、現政権が敷いた構造改革路線が次期政権に引き継がれるか否かである。最近の世論調査によると、大統領候補の中で最も支持率が高いのはルラ前大統領（在任期：2003～2011 年）である。ルラ氏は労働者党出身であり、今も低所得者層に根強い人気がある。対する中道派や保守派は、多くの政治家が軒並み汚職事件で訴追や公職停止処分を受けており、有力な対抗馬を見出せていない。新大統領になるのは誰か、そして新大統領は現政権の継承者となるのか。大統領選挙はブラジル経済の中長期的な方向性を定める重要なイベントとなり得るものである。

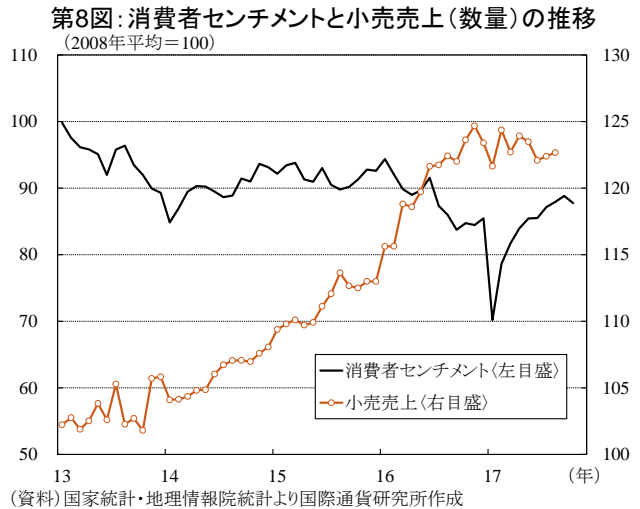
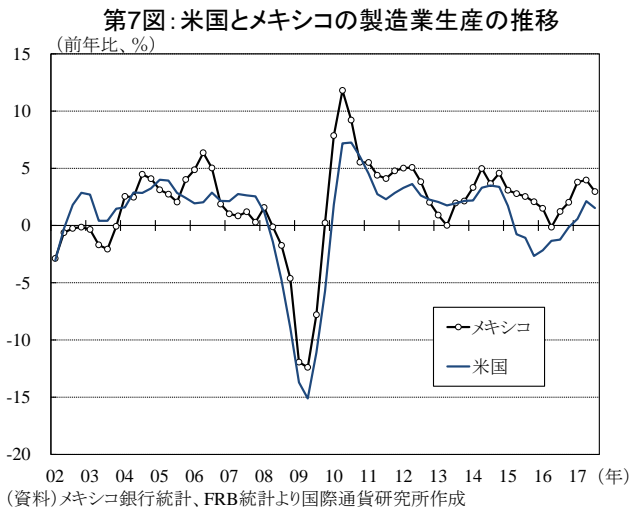
2. メキシコ

(1) 景気の現状と見通し

メキシコでは、実体経済の動きを反映する指標は底堅く推移しており、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（第 7 図）。また、米国でのトランプ政権誕生後、対米関係悪化への懸念から一時大きく落ち込んだ消費者マインドもその後は持ち直しており、足元の消費者センチメント指数はトランプ大統領当選時の水準を上回って推移している（第 8 図）。トランプ政権は内外に課題を抱えており、同政権の関心がしばらくメキシコから離れたことも影響しているとみられる。

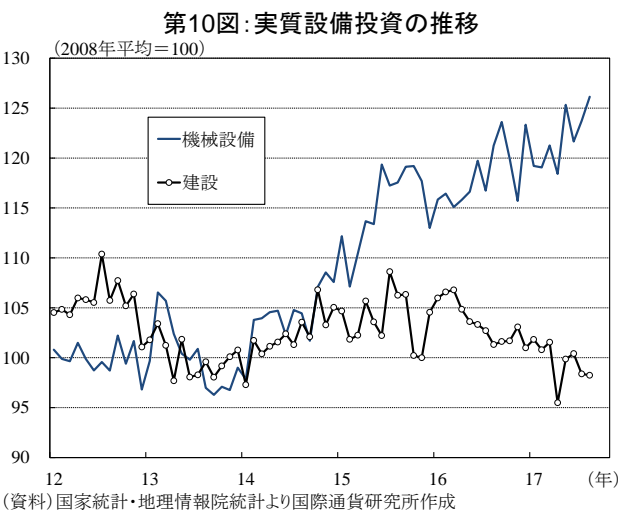
一方で消費そのものを代表する小売売上（数量ベース）は 2016 年後半から伸び悩みが

目立っており、マインドの動きとはやや乖離がある。これは同時期に顕著になったインフレ率の上昇により実質所得が侵食されたためであろう。



ただし物価については、生産者物価段階では既に上昇率が縮小に転じており、今後は消費者物価段階でもインフレ率がピークアウトしていくことが想定される（第9図）。インフレ高進の原因となっていたペソ安は、中央銀行であるメキシコ銀行の利上げと米国－メキシコ関係が落ち着きを取り戻したことで小康状態となっており、インフレ率の上昇をおおる状況ではない。雇用情勢は良好であり失業率も低いことから、インフレが一段落すれば、個人消費も増加基調に復すると思われる。

また、設備投資については、対米関係には懸念が残るものの、足元までのデータを見る限り、大きな陰りは見られない（第10図）。建設投資の停滞は公共事業の圧縮によるものであろう。これらを考えると、実質GDP成長率は2017年、2018年ともに前年比+2%程度を確保できると見込まれる。



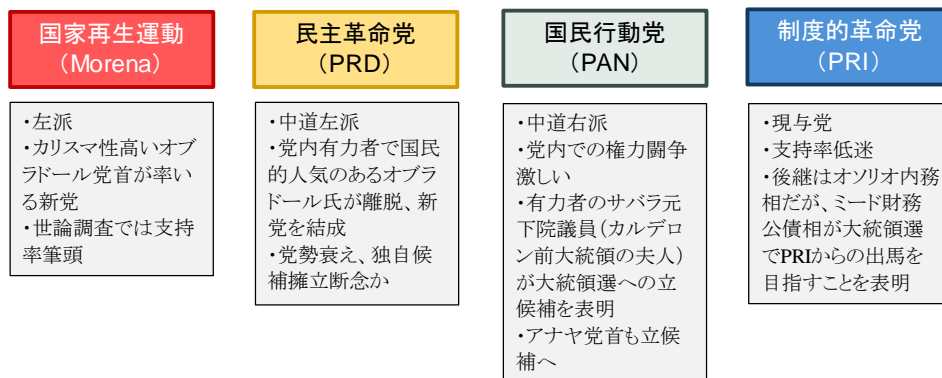
(2) 見通しの波乱要因

緩やかな回復基調を維持するという景気見通しを急変させる可能性があるのは、政治である。外交面では北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉、内政面では大統領選挙が重要なイベントとなる。

まず NAFTA 再交渉については、10月に行われた第4回の交渉が暗礁に乗り上げ、当初計画されていた年内妥結は見送られた。米国、カナダ、メキシコの3カ国は交渉期間を延長し、妥結の目標時期を2018年3月としたが、交渉の行方は予断を許さない。トランプ政権は、自動車の関税をゼロに維持するための条件として、米国製部品の調達比率を50%以上とすること、5年おきに NAFTA を見直すサンセットルールの導入などを提案しているが、カナダとメキシコは応じる構えを見せていない。もっとも、メキシコ側には NAFTA を廃止して得られるメリットは乏しく、粘り強く交渉を継続するものと思われる。トランプ政権の出方は読みづらいものの、米国でも南部の州はメキシコとの貿易で潤っているところがあり、南部選出の議員は NAFTA 停止には慎重と言われている。NAFTA 再交渉以外に内政と外交で難問を多く抱えるトランプ政権は、南部選出議員の懐柔のために NAFTA 交渉を取引材料に使う可能性もある。交渉決裂の回避を目指す点で3カ国の利害は一致していると思われ、現時点では交渉決裂をメインシナリオとする必要はないだろう。

内政では2018年7月に実施される大統領選挙が波乱要因になる可能性がある（第11図）。与党で保守派の制度的革命党への支持は低迷しており、政権交代の可能性が高まっている。ところが、中道右派の国民行動党は候補者の一本化ができていないため、最近の世論調査では、左派である国家再生運動のオブラドール党首が最も高い支持率を得ている。メキシコの大統領選は決選投票がなく1回の投票で決まるため、オブラドール氏当選の可能性は小さくない。オブラドール氏は NAFTA の再交渉を中断すべきと主張している。同氏が大統領選に勝利した場合、NAFTA 再交渉が一層難航するリスクには注意が必要だろう。

第11図：メキシコの主要政党



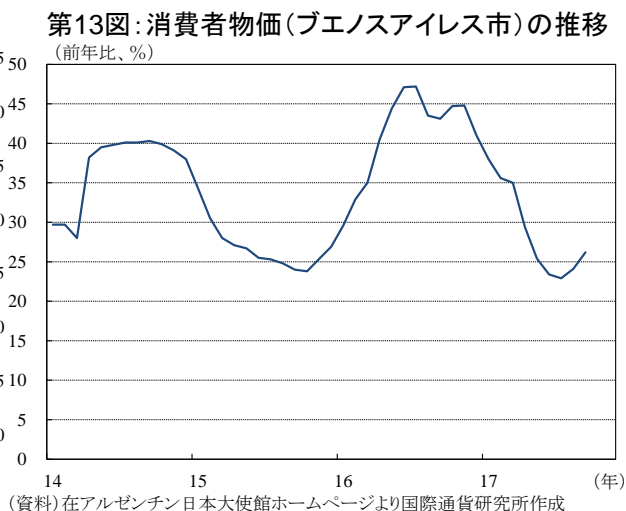
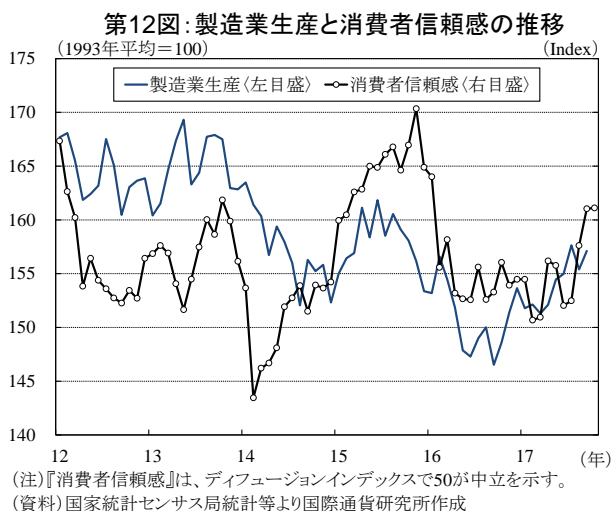
(資料)各種報道等より国際通貨研究所作成

3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

アルゼンチン経済は持ち直している。4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.7%となり、1-3月期（同+0.4%）に続き 2 四半期連続でプラスとなった。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 12 図）。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、2016 年に前年比+40%を超えていた消費者物価上昇率も、2017 年に入り同+20%台半ばまで低下してきた（第 13 図）。景気とインフレ状況の好転を受けて、消費者マインドも回復しており、消費者信頼感指数は 9 月、10 月と 2 ヶ月連続で好転/悪化の分岐点である 50 を上回った。経済の好転は政治面でも好影響をもたらしており、10 月に実施された中間選挙で与党は予想外の大勝を収めた。左派の復活は目立たず、国民は現政権の改革路線を支持したと考えられる。

国際収支をみると、景気好転により輸入が増加しているうえ、外資系企業による投資収益の本国への送金や対外債務に対する利払いの増加により経常赤字が拡大している。2014 年に 24 億ドルだった経常赤字は 2016 年には 156 億ドルに拡大し、2017 年も前年並みの赤字が発生する見込みである。しかし、アルゼンチン経済の将来への期待と高金利にひかれ、海外からの資金流入も増加しているため、今のところ外貨不足の不安は小さい。前政権末期の 2015 年、わずか 68 億ドルだった海外からの資本純流入は 2016 年には 298 億ドルと約 4.4 倍に増加し、2017 年は 9 月までの累計で 186 億ドルと、更に増勢を強めている（2016 年の同期間は 153 億ドル）。その結果、2015 年末に 250 億ドルを切っていた外貨準備高（グロス）は、2017 年 10 月末には 519 億ドルと倍増し、同国の商品輸入額の 10 ヶ月分に相当する規模になってきている。



(2) 見通し

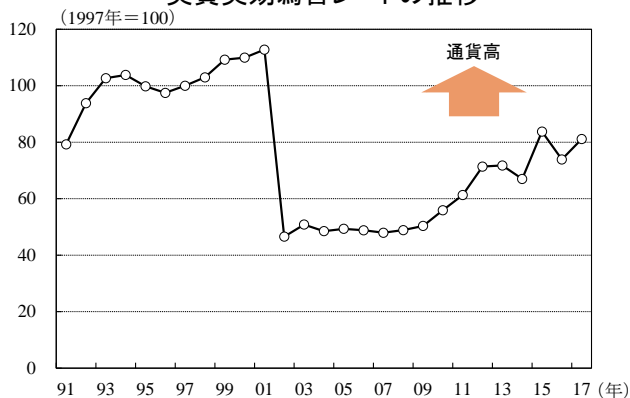
不況の間、控えられていた買い替え、圧縮されていた在庫の積み増し、先送りされていた投資の回復などにより、2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%程度に回復する見通

しである。最大の工業品輸出先であるブラジル経済も持ち直しが予想されるため、2018年の成長率も同+2.7%と緩やかながら拡大が続く見通しである。

この通り、アルゼンチン経済の見通しは明るくはなっているが、依然インフレは克服すべき問題として残っている。下がったとはいえアルゼンチンの前年比+20%を超えるインフレ率は、世界においては突出している。アルゼンチンペソは度々急落しているが、高いインフレ率による内外のインフレ格差を相殺するほどには下がっておらず、アルゼンチン製品の価格競争力は減退している。アルゼンチンの実質実効為替レートは、前回デフォルト直後の2002年に比べると6割ほど高くなっている（第14図）。

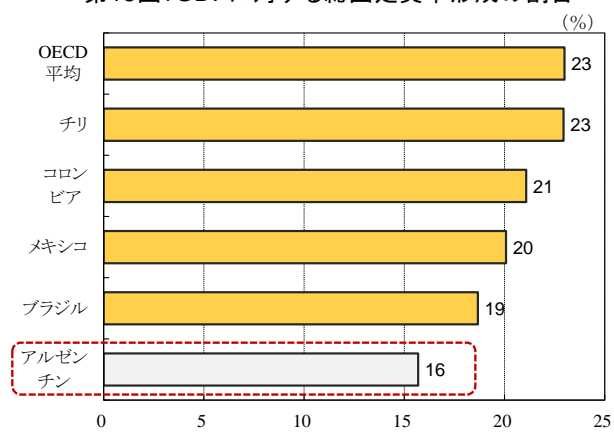
過去、アルゼンチンは急成長、インフレの高進、通貨危機の発生、不況へ突入という激しい上下動を繰り返してきた。激しい変動は不確実性を高め長期的な投資を難しくする。アルゼンチンの設備投資比率（GDPに対する総固定資本形成の割合）はOECD平均を大きく下回るだけでなく、その他のラテンアメリカ諸国と比べても低い（第15図）。すなわち、投資の不足が供給力の天井を低くし、インフレ体質を助長するという悪循環を生んでいた。インフレを併発する急成長ではなく、成長率は多少低くても持続的な成長を実現し、企業に事業・投資計画を立て易くすることこそ、アルゼンチンが必要とするものである。そのためには、政府が総需要を適切にコントロールし、インフレ率を他の新興国並みに下げていく必要がある。

第14図：アルゼンチンペソの実質実効為替レートの推移



(注) 2017年は世界銀行による予測値。
(資料) 世界銀行統計より国際通貨研究所作成

第15図：GDPに対する総固定資本形成の割合



(注) 1990年から2015年までの平均値。
(資料) OECD資料より国際通貨研究所作成

4. 他の中南米諸国を含む全体観

上記3カ国以外の中南米諸国の2017年実質GDP成長率は、チリ、コロンビアについては前年と概ね同程度、ペルーはやや低下となる見通しである。地域全体では、ブラジル、アルゼンチンにおける景気回復により、2016年の前年比▲0.8%から2017年には同+1.5%に回復する見通しである（6カ国ベース）。2018年は、インフレ率の更なる安定もサポート要因となることで景気は総じて加速し、実質GDP成長率は同+2.2%となろう。

経常収支は、景気拡大による輸入の増加で、赤字がやや拡大すると見込まれる。

また、本見通しの対象国ではないものの、ベネズエラでは経済危機・政治混乱が深刻化している。ブラジルでは、同国政府が、ベネズエラに対し債務の返済を督促しているにも関わらず返答がないため、近々パリクラブに事実上の債務不履行（デフォルト）に陥っていると通達する意向であると報道されている。ベネズエラは公式にデフォルトとなる可能性が高まっているといえよう。

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)		
	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	0.6	2.0	8.7	4.0	4.2	▲ 235	▲ 180	▲ 450
メキシコ	2.3	2.0	2.0	2.8	6.0	3.5	▲ 230	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	▲ 2.2	2.5	2.7	38.0	24.0	15.0	▲ 145	▲ 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。