

中南米経済の見通し

～回復を続けるブラジル、厳しい緊縮下のアルゼンチン、 政策決定プロセスに不安が出てきたメキシコ～

1. ブラジル

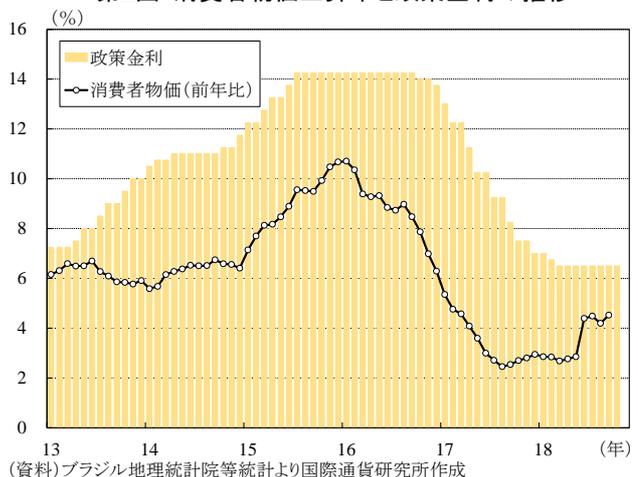
ブラジルでは 10 月以降、大統領選で右派のボルソナロー候補が優位に選挙戦を進め実際に当選したことから、経済構造改革への期待が高まり、金融市場は株高・通貨高となっている。実体経済面でも、機械設備の出荷や資本財輸入は足元で増勢が強まる兆しがあり、大統領選の様子見で控えられていた投資が動き出した可能性を示唆している（第 1 図）。

一方、11.9%（7-9 月期）という高い失業率が示すように、経済全体のスラック（余剰生産力）は依然として残存している。そのためインフレ率は、足元ではやや上昇しているものの歴史的には低水準にあり、当分、中央銀行の目標（前年比+4.5%±1.5%）近辺で推移すると見込まれる。政策金利は 1999 年以降で最も低い 6.5%まで引き下げられており（第 2 図）、この先も、米国での金融政策正常化の動きと為替相場の反応に合わせ多少の水準調整はなされつつも低金利自体は当分維持される見通しであることから、景気をサポートする要因として期待可能である。年前半の景気回復が鈍かったため、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.2%に止まりそうだが、2019 年は堅調な世界経済と設備投資の回復が支援材料となり、実質 GDP 成長率は同+2.7%にまで加速するだろう。

第1図：設備投資関連指標の推移



第2図：消費者物価上昇率と政策金利の推移

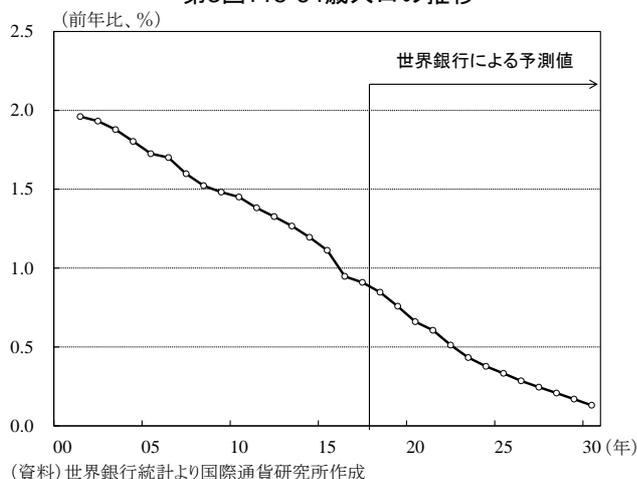


より長期的な視野に立つと、景気回復トレンドを持続的な経済成長に繋げられるかは新政権の手腕にかかっていると見えるが、道のりは決して平坦ではない。「ブラジルは若くて成長力が高い新興国」いうイメージは過去のものになりつつある。ブラジルの生産年齢人口（15-64 歳人口）の増加率は年々低下しており、2016 年には前年比+1%を下回った（第 3 図）。今後も低下は続き、2023 年には同+0.5%を下回る見通しとなっている。また、世界銀行によると、ブラジルの 60 歳以上人口比率が 10%から 20%になるまでに要

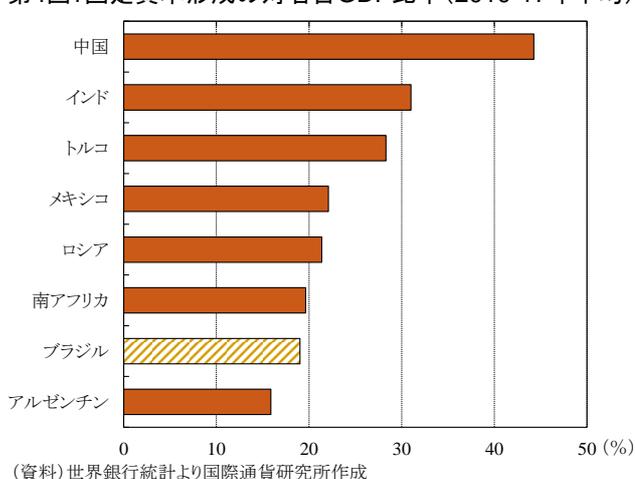
する期間は 25 年（2010 年⇒2035 年）となる見通しだが、これは日本と同じ速度（1970 年⇒1995 年）であり、ブラジルは実は「高速」高齢化社会といえる。

今後、成長の原動力を人口増に頼ることは益々難しくなり、持続的な成長のためには労働生産性を高めていく必要がある。課題は山積しているが、中でも設備投資の底上げは喫緊の課題であろう。ブラジルの固定資本形成の対名目 GDP 比率は、主要新興国の中でアルゼンチンに次いで低いからである（第 4 図）。企業の投資を促すためには、規制の撤廃や民間経済を圧迫している政府部門の整理などの構造改革のほか、経済活動を支えるインフラ整備も重要である。インフラ投資のための資金確保の必要性もあり、年金改革を含む財政再建も急がれる。

第3図：15-64歳人口の推移



第4図：固定資本形成の対名目GDP比率(2010-17年平均)



2. アルゼンチン

6 月の IMF 支援（500 億ドル）の決定後も通貨下落が続いていたアルゼンチンは、9 月に追加の IMF 支援を受けることになり、為替相場はひとまず安定を取り戻した。とはいえ、ペソの対ドルレートは 10 月までの 1 年間で約 50%下落しており、8 月時点で前年比 +33.6%となっている消費者物価上昇率（ブエノスアイレス市）を今後更に加速させると見込まれる。

通貨安・インフレ対策は最優先課題であり、政府も IMF と協議の結果、緊縮政策の実施を表明した。主な内容は、①2019 年 6 月のマネタリーベース（MB）を今年 9 月と同水準に抑制、②インフレ率のピークアウトが確認されるまで政策金利を 60%以上に維持、③財政面では 2019 年にプライマリーバランス（PB）の均衡を実現、である。

10 月の MB の伸びが前年比 +40.8%を記録し、2018 年の PB が名目 GDP 比▲2.7%（IMF 予想）と予想されているアルゼンチンにとって①～③は非常に高いハードルであるが、直近の動きをみると、MB は前月比ベースでは横這い圏内の動きに抑制されており（第 5 図）、また PB 均衡を目指す 2019 年予算も既に成立している。

緊縮策はマクロ経済の中長期的な安定にとって必要な措置であるが、短期的には景気に

対し強い下押し圧力となり得る。既に製造業生産は9月までの半年で6%程度減少しているほか、消費者マインドも大きく悪化している（第6図）。4-6月期に前年比▲4.2%となった実質GDP成長率は年後半もマイナス圏での推移が続き、2018年通年では前年比▲2.8%のマイナス成長になると予想される。アルゼンチン政府は緊縮策を弱める条件として、期待インフレ率（前年比）が「明確に、少なくとも2ヵ月連続で低下」することを挙げている。この条件のクリアが確認できるのは早くても来春であり、2019年の実質GDP成長率も今年同様▲2.8%程度のマイナス成長となるのは避けられないだろう。

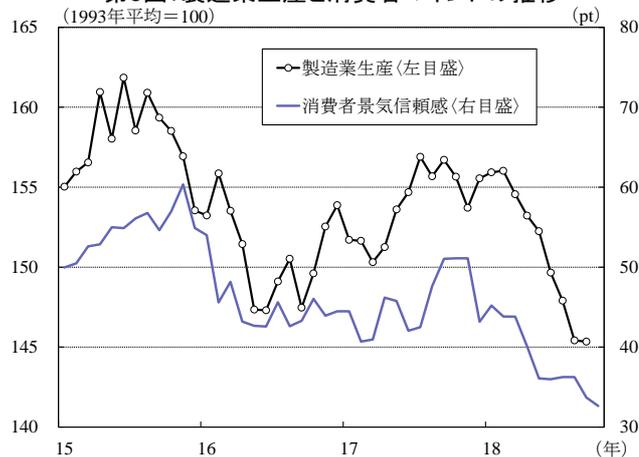
不況は2019年10月に予定されている大統領選挙にも影を落とすことになろう。フェルナンデス前大統領（左派）の人气が復活しているわけではないが、マクリ現大統領（中道右派）についても、有権者の期待が高かった分、経済運営への失望も大きいため、ポピュリスト色の強い候補が登場することも考えられる。IMF支援を受けたとはいえアルゼンチン経済の前途は多難であり、政治情勢含め注意深く見守る必要があるだろう。

第5図: マネタリーベース(4週移動平均)の推移



(資料)アルゼンチン中央銀行資料より国際通貨研究所作成

第6図: 製造業生産と消費者マインドの推移



(資料)アルゼンチン中央銀行統計より国際通貨研究所作成

3. メキシコ

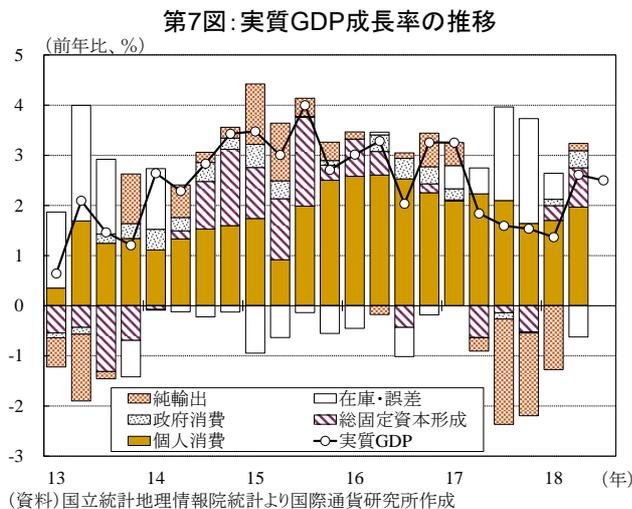
メキシコ経済は堅調な拡大が続いている。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+2.5%と前期と概ね同じ水準を維持した（第7図）。2018年の実質GDP成長率は前年から小幅ながらも加速し、同+2.2%で着地する見込みである。財輸出と個人消費の拡大が成長を牽引している。

景気堅調の背景にはファンダメンタルズの安定がある。IMFによると2018年の政府のプライマリーバランスは名目GDP比1.3%の黒字となり、同年の政府債務残高は同53.1%へと前年から1.2%ポイント低下する見通しである。経常収支は赤字基調にあるものの、その幅は同▲1.7%（2018年のIMF見通し）と大きくない。また、消費者物価上昇率はペソ安などを背景に2017年には前年比+6.0%まで加速していたが、断続的な利上げの実施とそれを受けたペソ相場の安定により、足元の消費者物価上昇率は同+4.9%（10月）まで低下してきている。2019年の実質GDP成長率も今年と同程度の水準維持が期待できそ

うである。

良好な経済を引き継ぐ形でオブラドール次期大統領の率いる新政権が12月1日に発足する。新政権は波乱なくスタートすると思われていたが、最近になって先行き不透明感が強まる事象が内外で相次いでいる。まず、10月28日に、次期大統領が既に工事が始まっているメキシコシティ新空港の建設を中止すると発表し、更には今後建設が予定されている鉄道や製油所についても民意を問う意向を表明した。これは既定の事業が政府の意向で突然覆されるリスクを印象付けるものにほかならない。また、米国では、NAFTAの後継となる米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA、9月30日に3カ国政府間で合意）の批准について、11月の中間選挙の結果下院で多数派となった民主党の有力者らが、賃金条項がまだ米国の労働者に不利だ等として異議を唱え始めている。USMCAはメキシコ製造業に直ちに大きな影響を及ぼさない形で着地できたと思われていただけに、首尾よく批准されない事態となればメキシコ経済に打撃となるリスクがある。

内外の不透明要因を嫌気してペソの対ドルレートは再び軟化してきている（第8図）。中銀は利上げでペソ防衛を図っているが、仮にペソ安が収まったとしても高金利が内需への下押し圧力を加える懸念がある。先行き不透明感の強まりを背景とした通貨安起点の景気下振れシナリオには相応の注意が必要であろう。



(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さ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。