

# 中南米経済の見通し

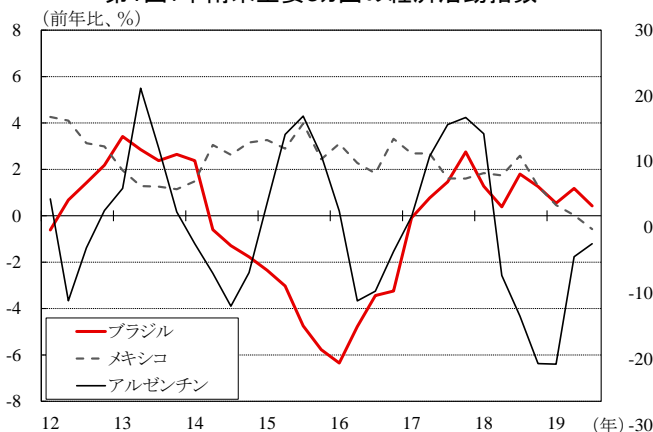
## ～低成長が続くブラジル、急減速したメキシコ、デフォルトが現実味を帯びてきたアルゼンチン～

2019年に入ってからの中南米主要3カ国の経済を振り返ると、総じて下り坂に入っていると評価される。各国の経済活動指数を見ると、低成長が続くブラジルでは上下動はあるも伸び率は鈍化トレンドであり、深刻なスタグフレーション下にあるアルゼンチンでは、昨年大きく低下した後、足元も前年割れが続いている。そして前年比+2%前後の伸びで安定していたメキシコでも昨年後半から伸び率の低下が始まり、足元でマイナスの伸びとなっている（第1図）。

### 1. ブラジル

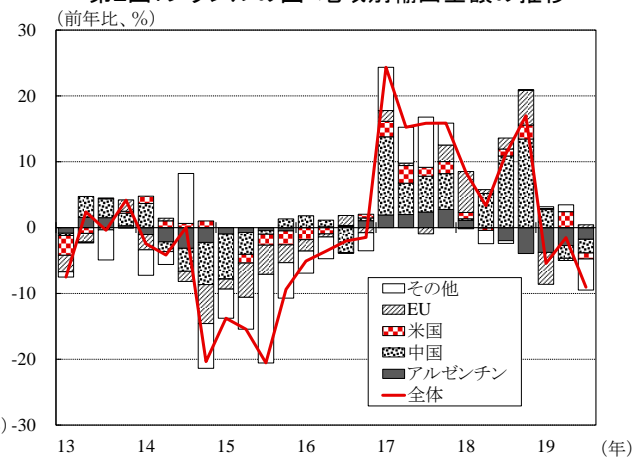
ブラジルの実質 GDP 成長率は、1-3 月期に前年比+0.5%を記録した後、4-6 月期には同+1.0%とやや持ち直したものの、結局上半期の成長率は同+0.7%の低い伸びにとどまった。輸出をみると、昨年後半から経済危機にある隣国アルゼンチン向けが減少に転じるなか、今年に入ってから中国向けも急速に落ち込みをみせており、7-9 月期には EU 以外の各国・地域向けが軒並み前年割れし、全体では前年比▲9.0%と上半期からマイナス幅が一層拡大している（第2図）。内需に目を転じると、7-8 月の小売売上高指数が前年比+3.6%と4-6 月期（同+4.1%）に引き続き増勢を維持していることから個人消費は足元も増加しているとみられる一方、設備投資は7-9 月期の機械・設備出荷が前年比▲7.3%（4-6 月期：同▲2.0%）と弱含んでいることを踏まえると、悪化していると評価される。

第1図：中南米主要3カ国の経済活動指数



(注)『ブラジル』と『メキシコ』の直近は7-8月の平均値。  
(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ブラジルの国・地域別輸出金額の推移

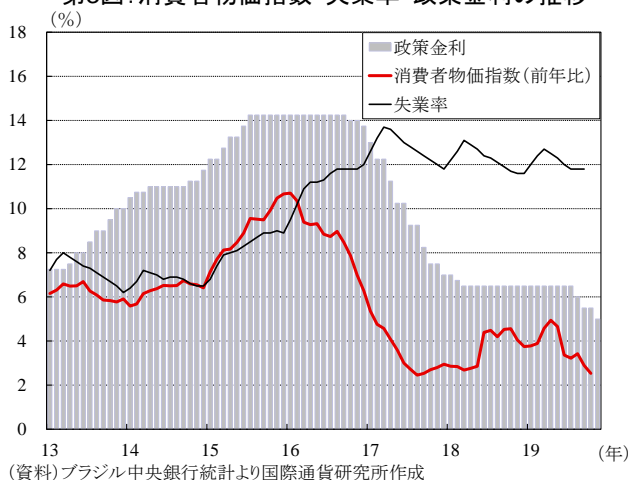


(資料)ブラジル地理統計院統計より国際通貨研究所作成

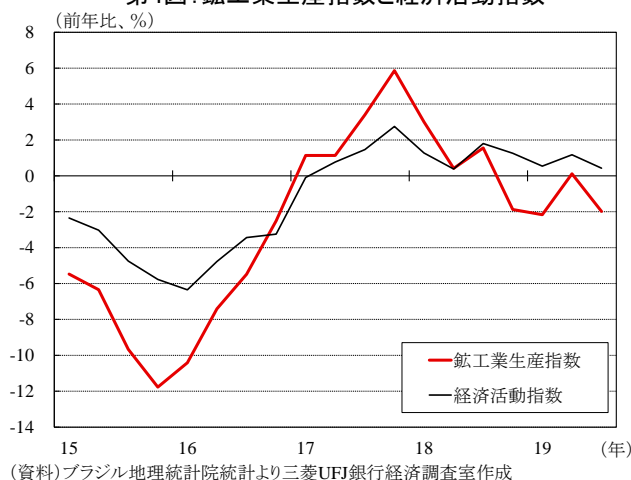
インフレ面をみると、消費者物価上昇率は、余剰労働力の存在（足元の失業率は11.8%と、現統計が遡れる過去7年間の平均9.7%を大きく上回っている）が賃上げ圧力を弱め

ていることなどを背景に、9月には前年比+2.9%まで低下してきている（第3図）。インフレ率の低下を受け、ブラジル中央銀行は2018年3月から6.5%に据え置いていた政策金利を7月以降3回連続で0.5%ポイント引き下げ、足元では5.0%となっている。政策金利は既に過去最低水準となっているが、中銀は次回12月会合での利下げも示唆しており、実際に追加利下げが実施される可能性が高い。

第3図：消費者物価指数・失業率・政策金利の推移



第4図：鉱工業生産指数と経済活動指数



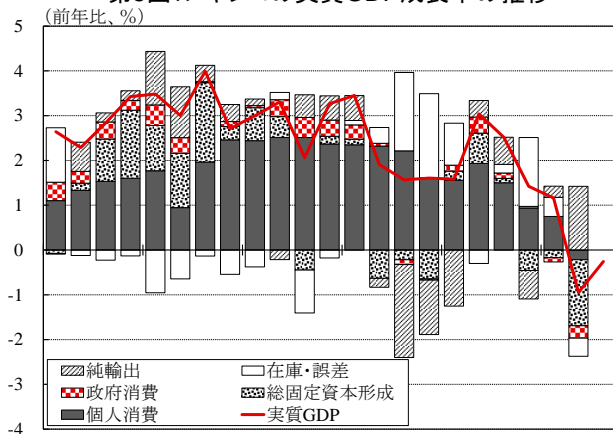
先行きについては、まず2019年の実質GDP成長率は、前半の低成長が響き、前年比+0.9%（2018年：同+1.1%）に止まりそうである。10-12月期には、消費刺激策として決定されたFGTS（勤続年数保障基金。退職時に備えるための基金）の特例引き出しが成長率を押し上げると期待されるが、その効果は一時的だとみられる。2020年についても、内外環境の厳しさを鑑みると景気回復の足取りは鈍いものにならざるを得ず、実質GDP成長率は同+1.5%と同国の潜在成長率を大きく下回って低調に推移する展開となろう。外部環境については、後述の通り、隣国アルゼンチン経済は厳しい状況が続く可能性が高く、加えて米中通商摩擦の行方も依然不透明で、大きな好転は見込み難いと予想される（第4図）。内需に関しても、大幅な利下げによる下支えこそ相応に期待できるものの、財政については、前述のFGTSの効果は年後半には一巡すると考えられるほか、2016年に成立した財政上限法（2036年まで利払い以外の連邦歳出の伸びを前年のインフレ率以下に抑えるとした法律）の制約から大規模な支出拡大を期待することはできないだろう。

なお、10月22日にブラジル議会上院は年金受給開始年齢の引き上げ等を含む年金改革法案を可決した。政府の試算では、2020年からの10年間で約8,000億レアル（2018年名目GDPの約11.7%）の財政負担軽減効果が見込まれるが、効果が表れてくるのは2023年以降とされ、当面の景気への影響は無いと考えていいだろう。

## 2. メキシコ

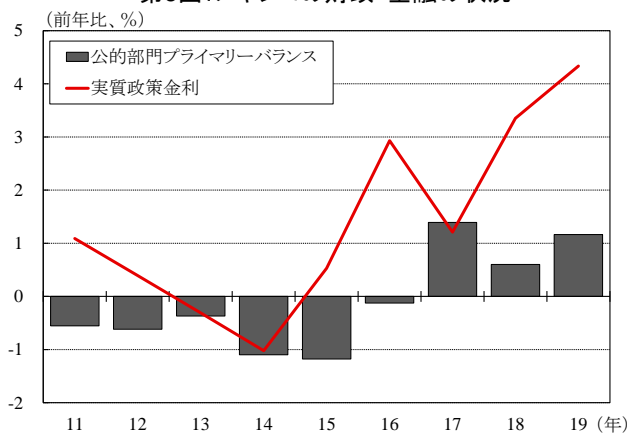
メキシコの実質 GDP 成長率は、2018 年後半より個人消費の顕著な減速と総固定資本形成の低迷がみられたことから伸び率を切り下げてきたが、2019 年の 4-6 月期には個人消費が前年比マイナスの伸びに転じたことに加え、総固定資本形成のマイナス幅も拡大したことから全体で前年比▲0.8%と四半期でのマイナス成長を記録した。この結果、2019 年上半期の実質 GDP 成長率は前年比+0.2%となり、2018 年の同+2.0%からも大きく見劣りする大幅減速となった。7-9 月期の同成長率についても同▲0.3%と、ややマイナス幅を縮小させたものの引き続き低迷している（第 5 図）。この景気低迷の原因としては主に次の 3 点が挙げられる。1 点目は最大の輸出先である米国の製造業生産の伸び率が昨年後半から鈍化しており（直近 7-9 月期は前年比▲0.5%）、対米輸出が鈍化したことによりメキシコの製造業生産も低迷（直近 7-9 月期は同+0.2%）していることである。2 点目は、2015 年後半から始まった利上げにより実質政策金利が 2019 年（1-9 月期平均）には 4%を超えており、投資活動に影響を与えていることである（第 6 図）。3 点目は前政権下で 2017 年から財政政策が引き締め気味に運営されていたことであり、実際、公的プライマリーバランスは 2017 年から黒字を記録している。

第5図：メキシコの実質GDP成長率の推移



(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6図：メキシコの財政・金融の状況



(注)2019年は1-9月の累計。『実質政策金利』は「消費者物価指数」で実質化。

(資料)メキシコ大蔵省、メキシコ銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

こうした景気鈍化の影響は物価にも現われ始めており、消費者物価上昇率は 2018 年の前年比+4.9%から、直近 9 月には同+3.0%まで低下、メキシコ銀行（中央銀行）が定めるインフレ目標（同 3%±1%）の中心に達している。このような物価動向に加え、米 FRB が 7 月から利下げに転じたこともあって、メキシコ銀行は 8 月から 0.25%ポイントの利下げを 3 回実施し、直近の政策金利は 7.50%になっている。

先行きについて、まず 2019 年をみると、1~9 月の実績を踏まえる限り、通年の実質 GDP 成長率は同+0.1%の低成長にとどまらざるを得まい。一方、2020 年は年後半にかけて景気が回復していき、通年の成長率は同+1.5%になるものと予想する。これは、来年初までは米製造業低迷の影響が続くとみられるものの、今年 8 月以降の利下げの累積的

効果と、同 7 月にオブラドール政権が発表した総額 4,850 億ペソ（GDP 比 2%相当）にのぼる財政出動により、内需が徐々に回復していくことが見込まれるからである。また、肝心の米国の製造業も来年後半にかけては復調に向かうと考えられ、メキシコの輸出及び製造業部門の緩やかな持ち直しに寄与していこう。尚、足元まで景気に逆風であった引き締め気味の財政政策は、数値上大きな変化は予想されておらず、2019 年のプライマリーバランスは GDP 比+0.8%（IMF 予測）、2020 年についても現時点で計画されている刺激策を織り込んで同+0.9%となると見込まれている。逆にいうと、財政にはまだ拡大余地が残っていると評価できよう。

一方、懸念材料として、米国議会による米国・メキシコ・カナダ間の自由貿易協定（USMCA）批准の成否が残っている。民主党の有力上院議員が反対しているほか、選挙を控えている議員らは貿易協定の改定に及び腰になる可能性がある。批准の遅れはメキシコ経済の先行きにとって不透明感を高める要因となる。

### 3. アルゼンチン

アルゼンチンでは、依然として通貨危機に起因する高いインフレと厳しい不況が続いているものの、農業部門及び輸出をみると、2019 年は穀物生産の大豊作を受けた農産物輸出の好調を背景に、1-9 月の貿易収支が 95 億ドルの黒字と前年の 64 億ドルの赤字から大幅に改善している。また、鉱工業生産も 4-6 月期の前年比▲6.6%から 7-9 月期は同▲1.1%へとマイナス幅が縮小し、最悪期を脱しつつあるようにもみえる（次頁第 7 図）。但し、2018 年の実質 GDP 成長率が前年比▲2.5%を記録した後、2019 年上半期の成長率は同▲4.1%と更に落ち込んでおり、景気は依然楽観できる状況にはない。

先行きについても、経済の低迷に政治面の不透明感の高まりも加わり、依然として警戒的にみておく必要がある。8 月の大統領選の予備選挙で野党候補のフェルナンデス氏が現職のマクリ大統領に予想以上に大差をつけたことで、左派政権が復活するとの観測が高まり同国からの外貨の流出が目立ち始めた。その結果、予備選後、貿易黒字が増加しているにもかかわらず外貨準備高は急速に減少している（次頁第 8 図）。その後もマクリ大統領の巻き返しはならず、10 月の本選では決選投票を待たずにフェルナンデス氏の当選が決定し、同氏は 12 月に正式に大統領に就任する運びとなった。フェルナンデス新大統領は、元大統領で新政権の副大統領に就任するクリスティナ・F・キルチネル氏よりは中道的との見方もあるが、マクリ政権の経済政策をそのまま引き継ぐことはまず考えられない。新政権は財政政策による成長を重視し、インフレに対しては価格統制で対抗する政策を採用する可能性が高い。

そして当面の最大の懸案事項は、IMF との交渉の行方である。フェルナンデス氏は選挙戦中、「国民を犠牲にしない」と発言しており、IMF がこれまで求めてきた緊縮政策を中止、あるいは縮小したうえで、IMF 融資の返済条件緩和を求めると思われる。ただ、IMF からの融資の繰り延べだけではアルゼンチンの外貨不安は払拭できないと思われ、

同国政府発行の外貨建債券を保有している民間投資家に対しても、返済条件の緩和を求める可能性が大きい。但し、利害関係者が多い交渉を短期間でまとめることは容易ではなく、2020年に19世紀の建国以来9回目（2014年の前回デフォルトからは約6年ぶり）となるデフォルトの可能性が現実味を帯びてきているとみるべきだろう。

これらを踏まえ今後を展望すると、まず2019年の実質GDP成長率は前年比▲3.0%と、2年連続のマイナス成長となる見通しだ。そして、2020年も経済の混乱が続く可能性が高く、実質GDP成長率は▲2.0%と3年連続のマイナス成長となるだろう。

第7図：鉱工業生産指数の推移



(資料) 国家統計センサス局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図：外貨準備高の推移



(資料) アルゼンチン中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成 (年/月)

(国際通貨研究所 森川 央、戸松 篤志)

照会先：国際通貨研究所 森川 央 morikawa@iima.or.jp  
戸松 篤志 atsushi\_tomatsu@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。