ラ米主要3ヵ国の経済情勢

森　川　　央
公益財団法人 国際通貨研究所 上席研究員

1. はじめに

2000年代のラテンアメリカ経済は資源ブームが追い風となり高成長を遂げたが、近年は再び低迷している。主要6ヵ国[1]の2019年の実質成長率は0.5%に終わった模様だ。2015年から5年間の平均成長率も0.7%に過ぎない。およそ新興国らしからぬ成長率と言えるだろう。

この原因は主要3ヵ国、ブラジル、メキシコ、アルゼンチンの低成長に帰せられる。2015年以降で3ヵ国が揃ってプラス成長を遂げたのは2017年だけである（第1図）。

3ヵ国は、主要6ヵ国のGDP合計の78%を占め、ラ米カリブ地域全体のGDPの64.5%（2017年、世界銀行調べ）を占めている。これら3ヵ国の回復がない限り、ラ米地域全体の回復も見込めないのである。

以下では主要3ヵ国の現状を検証し、2020年の見通しとリスクを解説する。結論を先取りすると、見通しは暗いうえに、コロナウィルスの影響でリスクは下振れ方向である。

2. ブラジル

(1) 3年連続低成長に終わった2019年

ブラジルの2019年実質GDP成長率は、結局1.1%に終わった。前年（2018年）末時点の予想は2.5%であったが、結局その半分にも満たない成長率にとどまった。

2019年前半の景気停滞については、鉱滓ダムの崩壊事故が災いした面もあっただろう。ダム崩壊で鉱山が操業中止になったため、1-6月期の鉱業生産は前年比－12.5%に落ち込んだからである（第2図）。

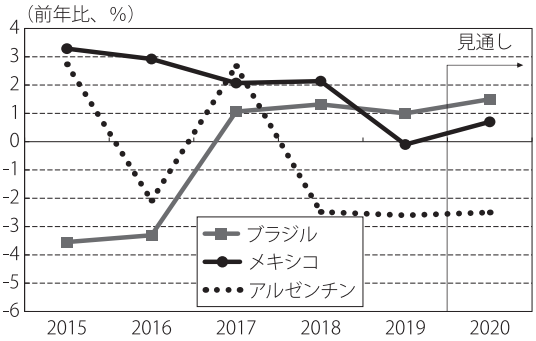
だが、年後半になると、景気悪化の主因は輸出に移ってきた。名目の輸出額は、前半は前年比－0.9%であったが、7-9月は同－5.7%、10-12月は同－10.6%と、期を追うにつれて悪化している。品目別にみると10-12月期に悪化しているのは、原材料輸出ではなく製品輸出である。そして地域別ではEU向けが－6.6ポイントと、輸出全体の伸びの足を引っ張っている（第3図）。

景気低迷はもはや国内の一時的要因によるものとは言えず、米中摩擦の激化や英国のEU離脱問題の悪化など、世界経済の先行き懸念の高まりによる低迷に変化してきたと言えよう。

外需の悪化は、次第に内需にも波及してきている。

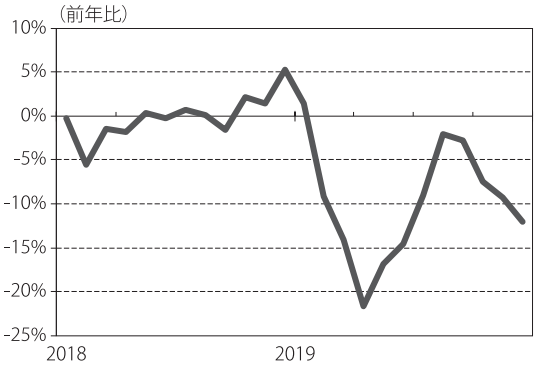
10-12月期の設備投資は、前年比－0.4%に低下した。設備投資が前年比でマイナスになるのは2017年7-9月期以来2年ぶりである（第4図）。輸出減少が企業の投資マインドを弱め、設備投資をためらわせている可能性があろう。

第1図：主要3ヵ国の実質GDP成長率



（注）アルゼンチンの2019年は見込み。
（資料）各国統計

第2図：ブラジルの鉱業生産



（資料）ブラジル地理統計院統計

最大の需要である個人消費は堅調である。個人消費は過去1年間、平均1.1%（前年比）で増加しており、10-12月期の伸び率も1.7%（同）であった。景気が腰折れを免れているのは、家計消費が堅調であったことによるところが大きい。

低成長の恩恵があるとすれば、かつてのブラジルを知る人にとっては信じられないような低インフレが続いていることだろう。

2019年末時点の消費者物価上昇率は、前年比4.3%であった（第5図）。

消費者物価上昇率は2017年から概ね5%を下回っており、低インフレは既に4年目に入っている。そのため期待インフレ率も下がり安定していると思われる。ブラジル中央銀行が2020年1月末時点で発表した2021年の予想インフレ率（ファンドマネジャーやエコノミストなど130の金融市場関係者の回答を集計）は3.75%と、低位で安定している。

物価に影響を与えるファンダメンタルズも物価の安定を示唆している。まず失業率は11.3%（2019年10-12月）と、現統計が遡れる過去7年間の平均9.7%を上回っている。余剰労働力が賃上げ圧力を抑える状況が続いていると言えよう。

次に最低賃金の引き上げ率も比較的落ち着いている。2020年の引き上げ率は4.5%であり、2019年末のインフレ率（4.3%）や2020年の予想インフレ率3.8%と大差ない（第6図）。インフレ率を除いた実質の引き上げ率は1%未満で、労働コストが物価を押し上げる懸念は小さい。

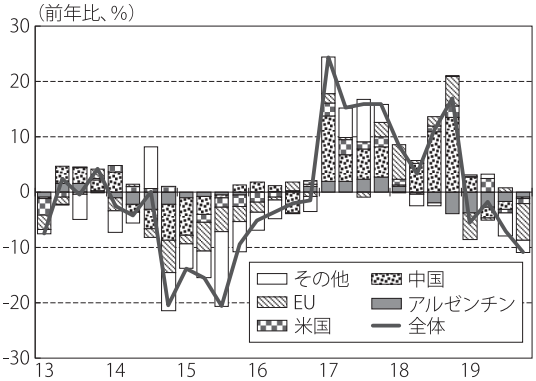
そのため、ブラジル中央銀行は2019年7月以降利下げを再開し、2020年2月には政策金利を4.25%とした。これはインフレ率を除いた実質ではゼロに近い水準であり、今後の景気回復を助けることが期待される。

(2) 不発に終わった？　年金制度改革

ここで、2019年に発足したボルソナロ政権の経済政策を振り返っておこう。

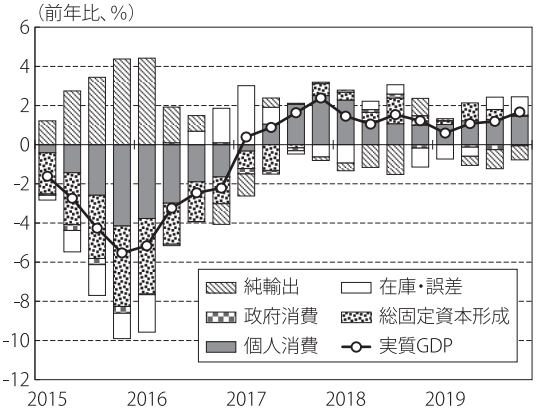
ボルソナロ氏は、既存政党と距離を置くアウトサイダー候補として2018年大統領選に出馬し、大差で当選した。

第3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

第4図：実質GDP成長率の推移

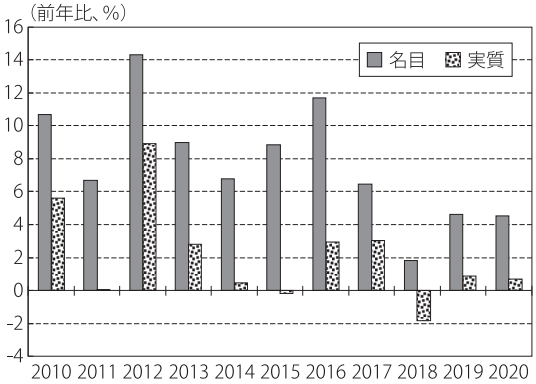


（資料）ブラジル地理統計院統計

第5図：ブラジルの消費者物価上昇率

（資料）ブラジル銀行

第6図：最低賃金の推移



（注）2020年は消費者物価上昇率を+3.8%と予測し算出。
（資料）IAER、ブラジル地理統計院

国民の期待は大きく就任時の2019年1月には、企業と消費者双方の信頼感指数が急上昇していた（第7図）。

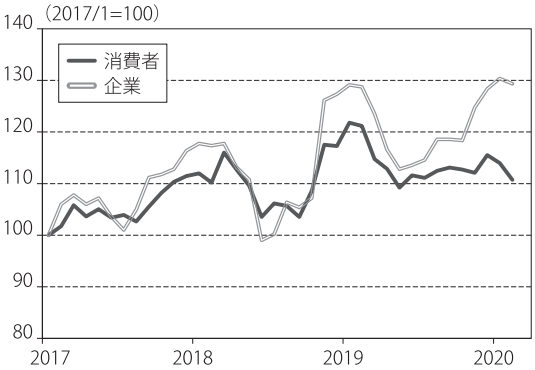
高い支持率を背景に、ボルソナロ政権が早速取りかかったのが年金制度改革である。ブラジルの年金制度は、最短で52歳から年金受給が可能であるなど、国際的にみても受給者が優遇されていた。そのため、国内の有識者だけでなくIMFやOECDからも長期的に持続不可能と指摘されていた。

年金制度改革に対しては与党議員にも反対が多く難航が予想されたが、ボルソナロ人気が追い風となり、法案は多少の修正を経て可決された。

政府の試算によると、改革により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あるとされている。

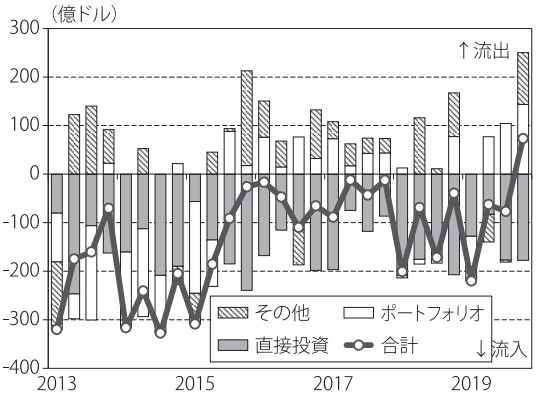
財政赤字縮小により国債増発も弱まると予想されることから、長期金利低下→企業の設備投資拡大→成長率上昇という期待が生まれた。楽観ムードは企業マインドにも反映され、2019年央以降、企業信頼感指数は再び上昇している（第7図）。

第7図：消費者、企業信頼感指数



（資料）FGV、CNI

第8図：資本の流れ



（資料）ブラジル中央銀行

だが、政府の試算でも赤字削減の効果が表れてくるのは2023年以降とされており、当面の景気への影響を期待するには無理がある。そして、前節で触れたとおり、設備投資は足元まで不振であり、企業の設備投資意欲が刺激された形跡もない。信頼感指数の上昇は、割り引いて考えておくべきであろう。

(3) 薄れる回復期待

民間エコノミストらの実質成長率予想（ブラジル中央銀行集計）の平均は、2020年2.2%、2021年2.5%（2月24日時点）となっている。しかし、この予測が現在進行中の新型コロナウィルスの世界的まん延を反映できているとは考えにくい。いずれ、見通しは大幅な下方修正を余儀なくされるだろう。

現時点で信頼度の高い予測をすることは困難であるが、2020年の成長率は、せいぜい前年並みの1%程度にとどまるのではないかと思われる。

為替レートについては資本の流れに注意しておきたい。足元までブラジルにはなお巨額の直接投資流入が続いており、ブラジル経済への中長期的な期待は揺るぎないと思われる。しかし、ポートフォリオ投資は、2019年4-6月期から3四半期連続で流出超となっている。10-12月期は「その他」投資も流出超となった（第8図）。

歴史的低金利となっているブラジルから足の速い資本が回収されている可能性があり、注目が必要である。

3. メキシコ

(1) マイナス成長に終わった2019年

2019年のメキシコ経済は急減速となり、実質GDP成長率は前年比－0.1%と小幅ながらマイナス成長となった。

需要別データが明らかになっている7-9月期までを分析してみると、総固定資本形成が2018年10-12月期以来4期連続で減少している。特に4-6月期と7-9月期の前年比は－7.7%、－8.5%と大幅な悪化になっている（第9図）。

個人消費も芳しくない。2019年1-9月期の前年比は0.5%にとどまっている。この間、プラスに大きく貢献していたのは、輸入の減少に助けられた純輸出だけである。

そして10-12月期の成長率も前年比－0.5%（速報）と不振だったので、通年の成長率は同

－0.1%と2018年の同＋2.1%から大きな減速となったのである。

2019年の停滞の原因として、次の3点が考えられよう。

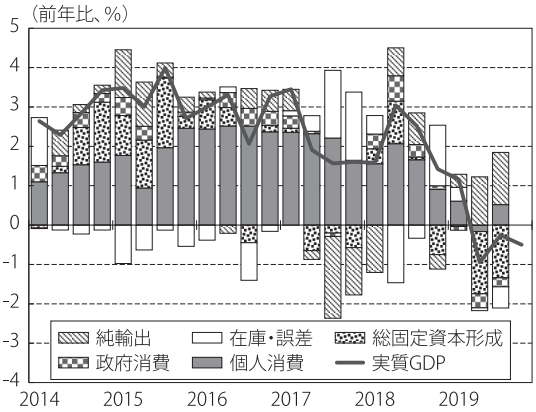
第1は、最大の輸出先である米国の製造業生産の伸び率が昨年後半から鈍化しており（2019年下期の前年比：－0.9%）、その波及によりメキシコの製造業生産も同－0.4%と前年割れに陥ったことである。

第2に、2015年後半から始まった利上げにより実質政策金利が最大4.8%（2019年8月）に達していたことが挙げられる（第10図）。

最後に、2017年以来財政政策も抑制的であった。こうした政策対応が、消費、設備投資のどちらにも抑制要因となっていただろう。

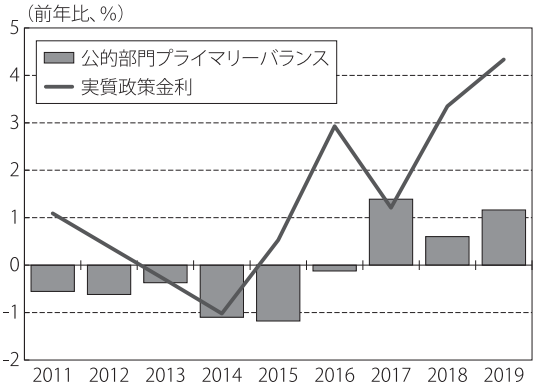
一方、景気鈍化の影響は物価にも現われている。消費者物価上昇率は2018年の前年比4.9%から、2020年1月には同3.2%まで低下してきた。これを受け8月以降、メキシコ銀行（中央銀行）は0.25%ずつ合計5回利下げを実施し、3月時点で政策金利は7.00%になっている。小刻みな利下げになっているのは、為替レートが1ドル＝20ペソ台と、依然としてペソ安といえる水準にとどまっているからである。

第9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

第10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

(2) 回復のカギは財政出動

先行きについて、注目すべきは財政の動向である。オブラドール大統領は、2019年7月に総額4,850億ペソ、GDP比2%に相当する財政出動を発表している。ところが、その効果が一向に統計に表れてきていない。メキシコのメディアによると、前政権下で進められた省庁の予算削減により、公共事業の立案・執行機能が低下していることが執行の遅れをもたらしているという。

だが計画発表から半年以上経過し、そろそろ事業の発注、着手が期待できる時期となっているのでないかと考えられる。今後は、時間の経過とともに公共事業が呼び水となり、刺激効果が経済全体に波及していくことが期待できる。

加えて、昨年来の累積的な利下げ効果と、年後半にかけては米国の製造業も復調に向かうと考えられることからメキシコ経済は緩やかに回復し、2020年の成長率は前年比1%近辺に向かうと予想する。

なおメキシコの中国向け輸出は全体の1.5%（2019年）に過ぎない。中国経済減速の輸出を通じた影響は限定的だろう。

ただしメキシコの製造業は、資本財や部品の多くを輸入に頼っており、国別では中国への依存が高いと考えられる。品目別は不明ながら、中国からの輸入は過去20年で急速に増加しており、輸入全体に占めるシェアは18.2%（2019年）に達している。製造業の中国依存度は着実に高まってきたと推察される。

新型コロナウィルスによる生産・物流の停滞が長期化すれば、部品が不足しメキシコの生産にも悪影響を及ぼすリスクがある。サプライチェーンを通した影響には、警戒が必要だろう。

4. アルゼンチン

アルゼンチンでは2019年春の通貨危機以降、スタグフレーション（インフレと不況の併存）が続いているが、生産の大幅な落ち込みは和らいできた。2019-20年は、穀物生産が2年連続の豊作となっており、農業だけでなく食

品加工業でも生産が回復してきたからである。10-12月期の経済活動指数は前年比－0.6%とマイナス幅が縮小してきている（第11図）。

しかしインフレには改善が見られない。2019年を通してインフレ率は50%を上回っており、足元でも（2019年12月）前年比53.8%と、一向に上昇が衰える兆しがない（第12図）。

更に懸念されるのが、急上昇中のマネーサプライ（M2）である。2019年12月に就任したアルベルト・フェルナンデス大統領は雇用安定を重視しており、早速利下げを開始している。就任時に63%だった政策金利は、インフレ率を下回る40%に引き下げられている（3月2日現在）。そのため一時は低下していたマネーサプライ（M2）の伸び率が昨年末以降、再び急上昇している。今後インフレ率は低下するどころか、更に悪化する可能性が生じており、経済が安定化に向かっているとは言いがたい状況である。

アルゼンチンにとっては2020年も困難な年になりそうである。景気先行指数は依然として前年割れが続いており、景気回復の糸口をつかんでいない（第13図）。豊作効果一巡のあとは、景気悪化に戻ることになりそうである。

外貨準備高も綱渡りの状況が続いている。外貨準備高は448億ドル（2019年12月末）であるのに対し、2020年にアルゼンチンが対外的に返済しなくてはならない元本利子は529億ドルに上っている（第14図）。

IMFも同国の債務はもはや維持困難とコメントしており（2月19日）、早晩、民間投資家と支払い猶予を巡る交渉が始まると思われる。ただし、短時間で多くの参加者の利害を調整することには困難が予想される。

このように、アルゼンチンについては新型コロナウィルスの影響を考慮するまでもなく、経済状況は極めて厳しい。

アルゼンチンは、すでに2年連続のマイナス成長に陥っている（2018年の－2.5%、2019年－2.6%（見込み））。2020年は、更にマイナス幅が拡大し、3年目にして最も深刻な不況に陥る可能性が高まっている。

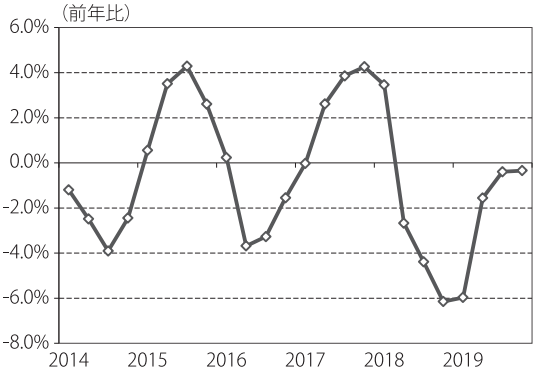
為替相場についても、常に急落リスクがつきまとう1年になろう。

（3月12日脱稿）

《注》

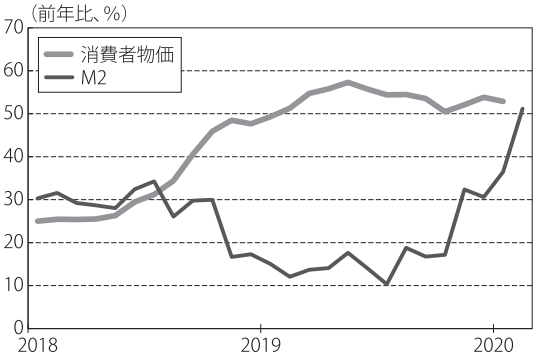
（1） ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、コロンビア、チリ、ペルーの6ヵ国。

第11図：経済活動指数



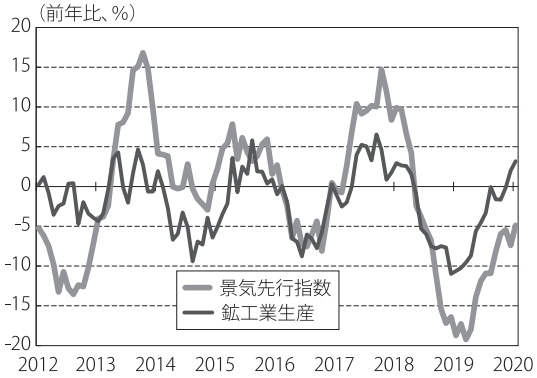
（資料）政府統計センサス局

第12図：消費者物価とM2



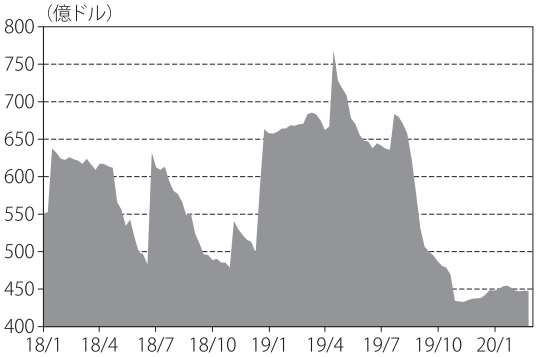
（資料）アルゼンチン中央銀行

第13図：景気先行指数と鉱工業生産



（資料）FIEL、政府統計センサス局

第14図：外貨準備高



（資料）アルゼンチン中央銀行