

中南米経済見通し

2019 年第 3 四半期

2019 年 7 月

主要なメッセージ

- 厳しいグローバル環境。
貿易摩擦の持続と世界の経済成長の鈍化が、中南米の経済活動に悪影響を与えるとみられます。しかし、新たな景気刺激策、とりわけ米連邦準備制度理事会 (FRB) と欧州中央銀行 (ECB) による政策が、中南米における戦略の余地をもたらす可能性があります。
- 短期的な成長見通しの悪化は特にブラジルとメキシコで顕著となっています。国内政策の不確実性を一因として、2019 年の GDP 成長率は両国で 1.0% を下回るとみられます。2020 年の成長率は両国ともに上昇するものの、2% 未満にとどまる見込みです。
- 2019 年の中南米の成長率は 1.0% にとどまり、以前の予想 (1.7%) を大幅に下回る見込みです。この下方修正の背景には、上半期の成長率の全般的な下振れがあります。
- ペルーとパラグアイについては、2019 年の予想成長率が大幅に下方修正されましたが、それ以上に一時的な供給ショックが大きな影響を及ぼしました。両国の 2020 年の成長率は再び 4% に近づく見込みです。チリの予想成長率の下方修正は比較的小幅で、コロンビアとウルグアイもおおむね同様でした。アルゼンチンについては、GDP 成長率は 2019 年にマイナス 1.2% となるものの、2020 年にはプラス 2.5% になると予想されています。
- 2020 年の成長率は、以前の予想 (2.3%) を若干下回るものの、2019 年下半年以降の経済の活発化による恩恵を受けて 2.2% に達するとみられます。成長率の上昇は、金融政策を中心とする追加的な政策刺激により下支えされる見込みです。これは FRB による金融緩和への回帰と、インフレ率がおおむねコントロールされているという状況によるものです。
- リスクのバランスは下振れ方向に傾いています。グローバルな要因（貿易摩擦、リスク回避）と地域的な問題（政治的ノイズ、財政政策）の両方が、中南米各国の成長率が潜在成長率へと収斂するプロセスを一段と遅らせる可能性があります。

目次

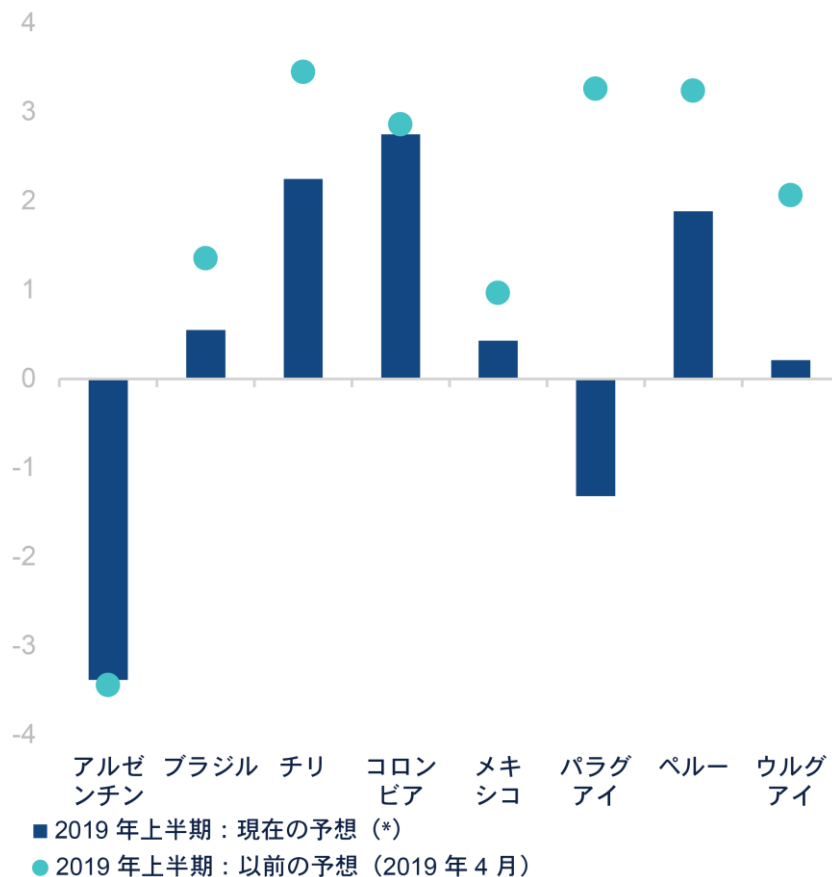
- 01 中南米：2019 年の成長率は 1.0% にとどまるものの、
2020 年には 2.2% に回復する見込み
- 02 中南米：国別見通し
- 03 中南米：予測表

01

中南米：2019 年の
成長率は 1.0% にと
どまるものの、
2020 年には 2.2%
に回復する見込み

年初の中南米の成長率は予想未達

2019 年上半期の平均 GDP 成長率：現在と以前の予想
(%、前年比)



(*) 2019 年第 1 四半期：実績 GDP。2019 年第 2~4 四半期：予想 GDP

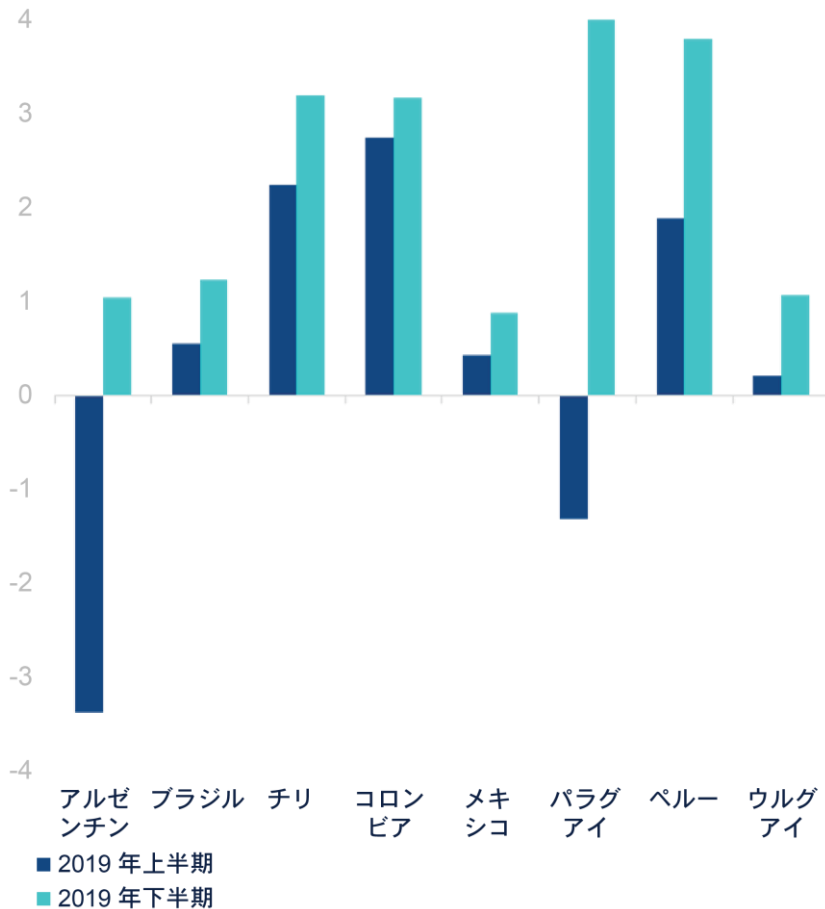
出典：BBVA Research

- 世界情勢が年初数ヵ月間の中南米の成長率に対する重石となりました。
- 同期間の低水準な成長率は、国内政策と政治情勢における高い不確実性などの現地の要因にも影響されました。
- また、全体として一時的ではあるものの、供給ショックにも影響を受けました。
- こうした状況の下、投資と輸出の実績は特に低調となりました。

2019 年下半期以降は改善が予想される

平均 GDP 成長率：現在の予想

(%、前年比)

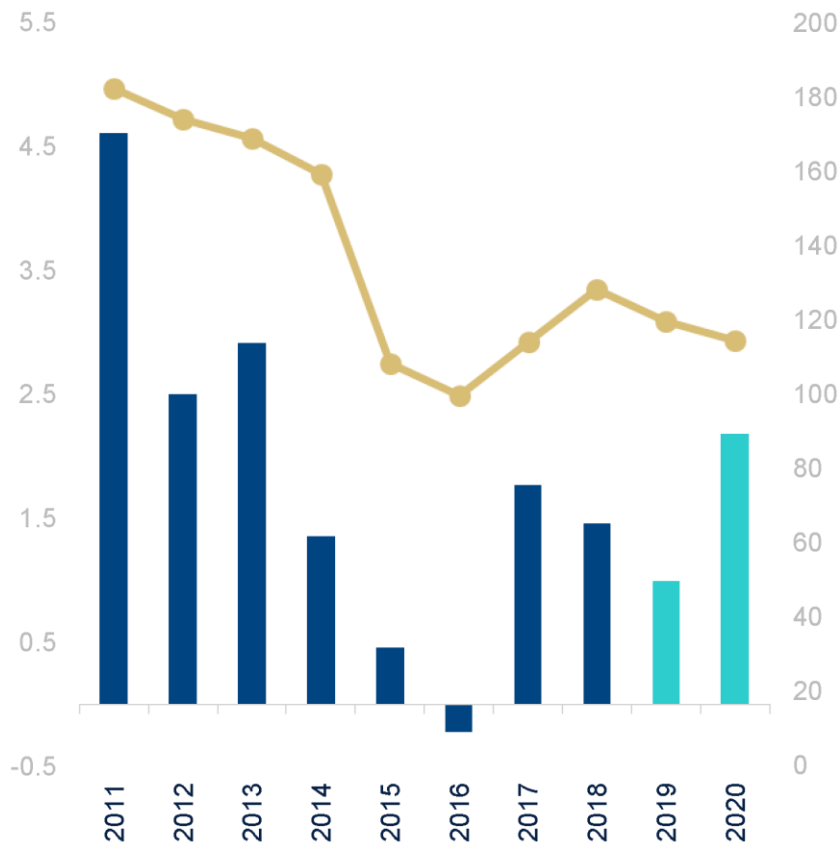


- ほとんどの国で、2019 年第 2 四半期の成長率は 2019 年第 1 四半期を上回る可能性が高いとみられます。
- 2019 年下半期には経済がさらに活発化する可能性があります。
- すべての国で成長率の加速が予想されています。特にアルゼンチンでは現在の景気調整の後、パラグアイとペルーでは供給ショックの後退後に成長率が加速する見込みです。

2019 年の成長率は 1.0% にとどまるものの、 2020 年には 2.2% に回復する見込み

中南米の GDP 成長率とコモディティ価格 (*)

(GDP : 前年比 (%)、コモディティ価格 : 2016 年時点を 100 とした場合)



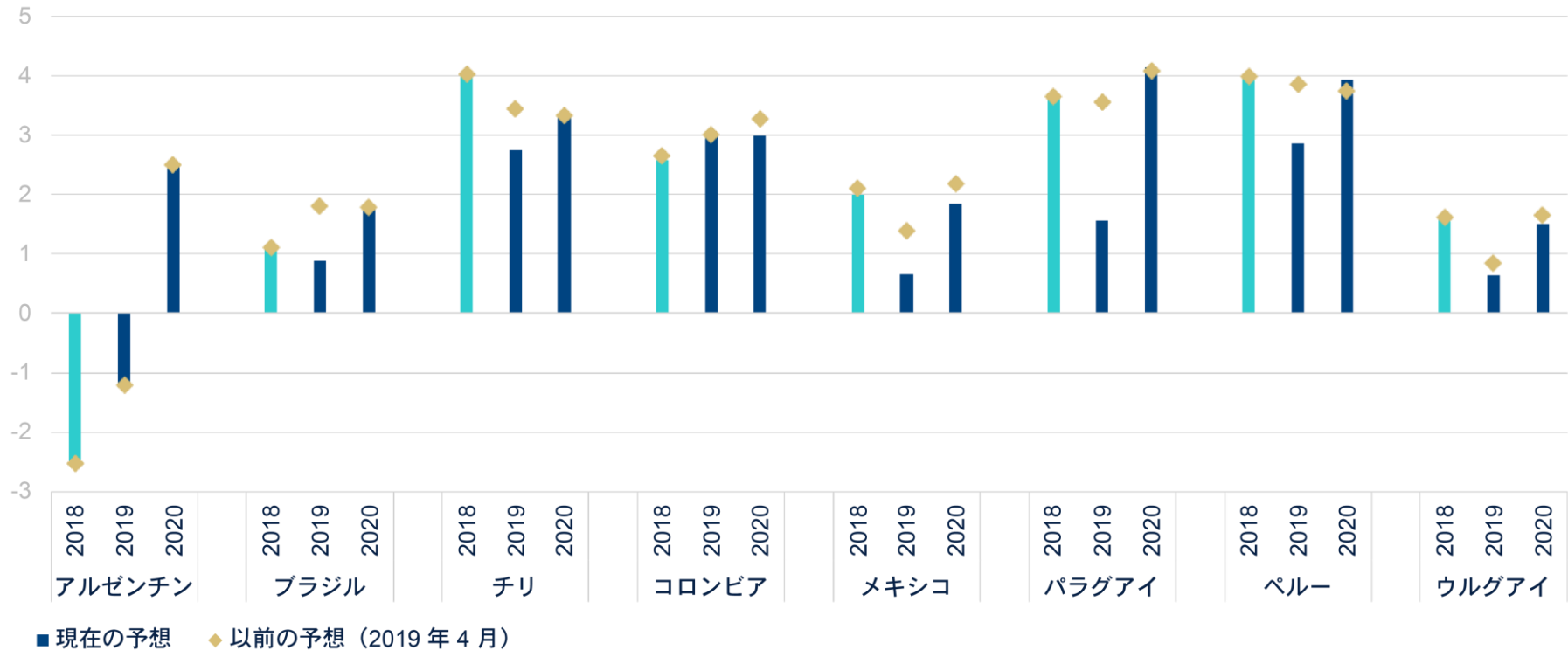
■ GDP 成長率 (左軸) ● コモディティ価格 (右軸)

(*) アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、パラグアイ、ペルー、ウルグアイの加重平均
出典 : BBVA Research

- 2019 年の中南米の成長率は以前の予想 (1.7%) を大幅に下回る見込みです。
- この下方修正の背景には、上半期成長率の予想外の下振れがあります。
- 2020 年の成長率は、以前の予想 (2.3%) を若干下回るものの、2.2% に達するとみられます。
- 2020 年の GDP 成長率の加速は、主に各国中央銀行による追加的な景気刺激策によって下支えされる見込みです。
- また、2019 年上半期の低調な成長率による統計上のプラス効果の恩恵も受けるとみられます。

ほとんどの国の成長率は 2019 年に低迷し、 2020 年に回復

中南米 : GDP 成長率 (%)

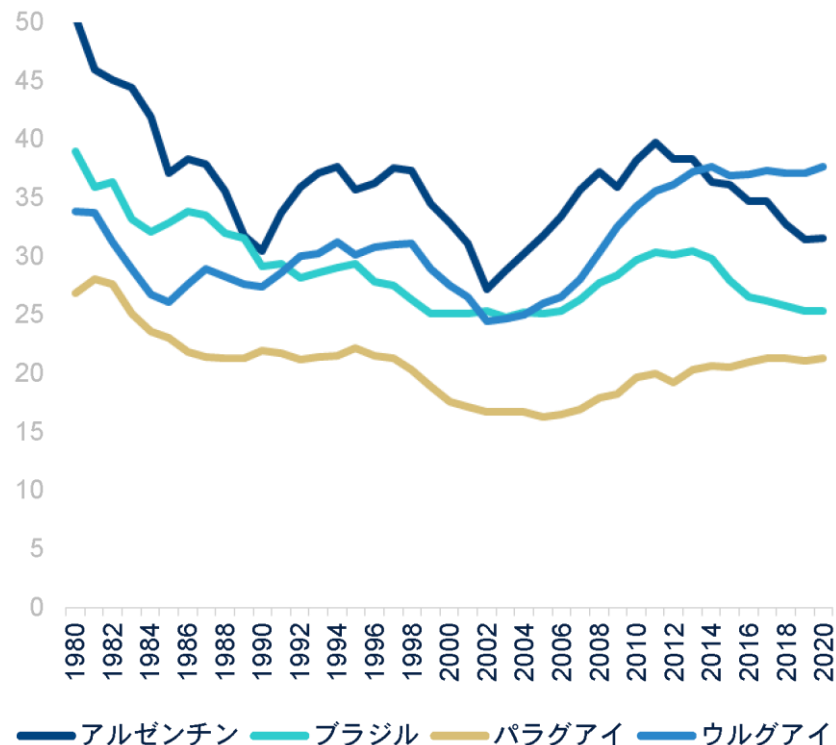


出典 : BBVA Research

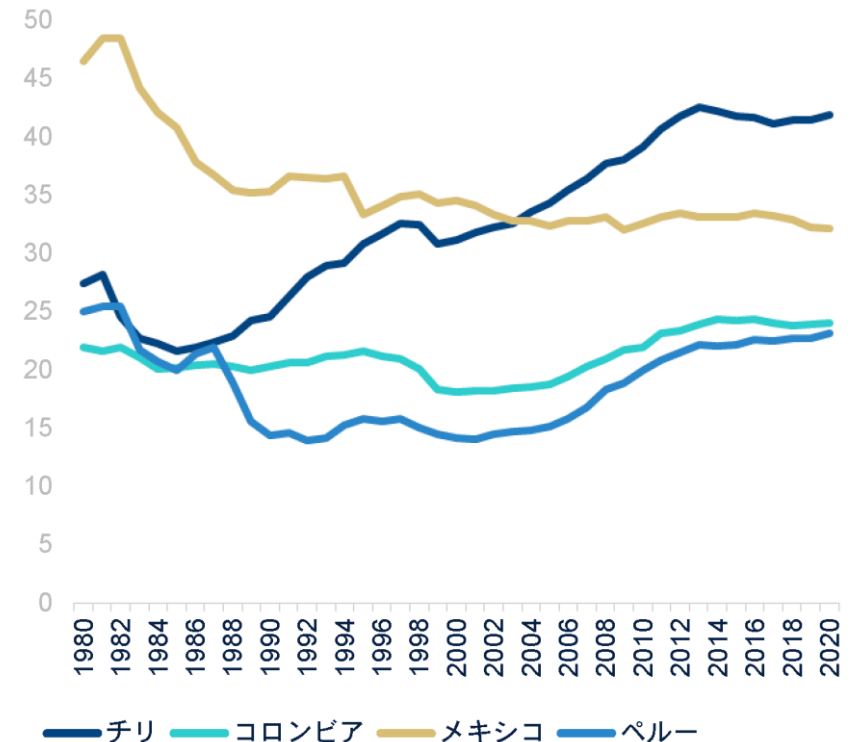
アルゼンチンとコロンビアを除き、すべての国で 2019 年の成長率は下方修正されました。ブラジルとメキシコでは国内政策の不確実性が持続しており、ペルーとパラグアイでは一時的な供給ショックによって上半期の成長率が低迷しました。

ここ数年、中南米と米国間の所得格差は縮小していない

国民 1 人当たり GDP : 米国の 1 人当たり GDP に対する割合
(%、PPP 調整後)



国民 1 人当たり GDP : 米国の 1 人当たり GDP に対する割合
(%、PPP 調整後)

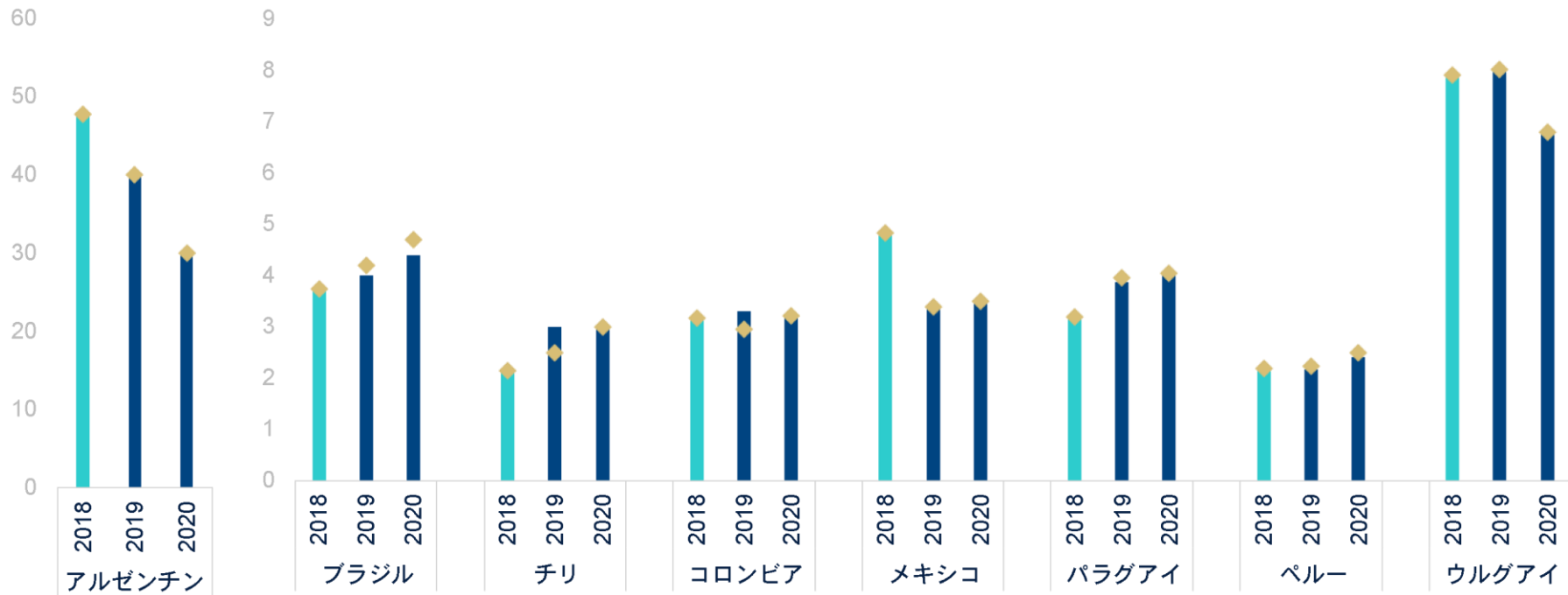


(*) 2019 年と 2020 年は予測値。
出典：BBVA Research、IMF

近年の中南米における成長率の鈍化は、ほとんどの国において、国民 1 人当たり所得が米国と同等の水準に収斂する妨げとなっています。この点に関して、2019~2020 年に大幅な改善は見込まれません。

国内需要の低迷は、全体として中央銀行がインフレ率を目標水準に抑える助けとなる見込み

中南米：年間インフレ率 (%、期末時点)



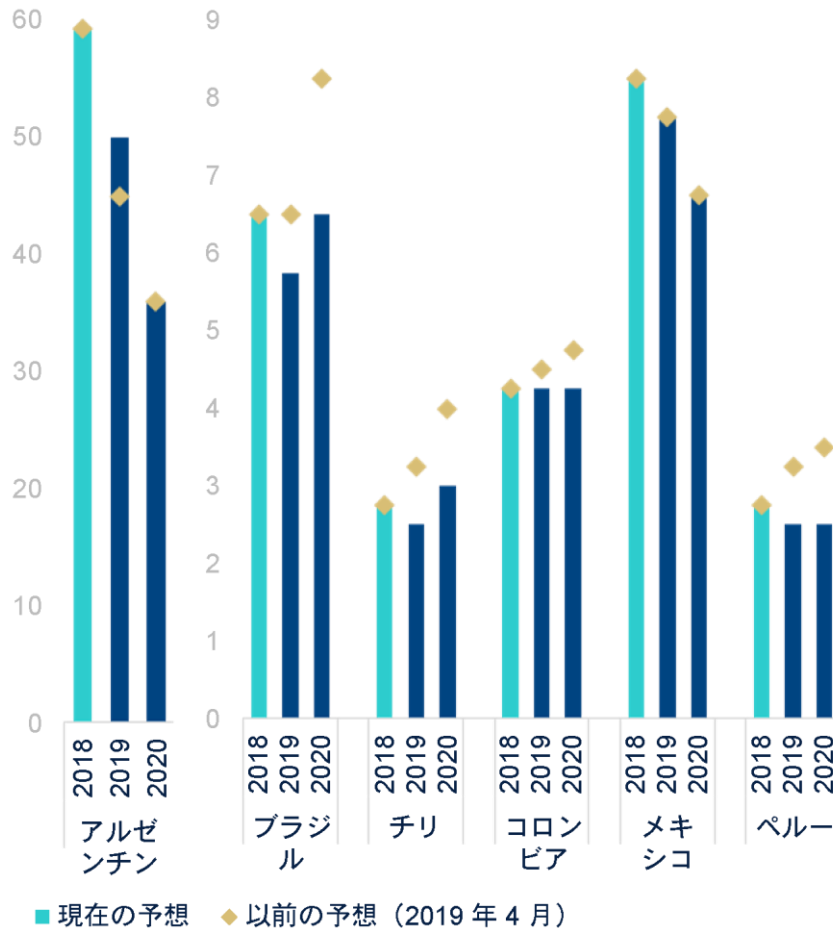
■ 現在の予想 ◆ 以前の予想 (2019 年 4 月)

出典：BBVA Research

アルゼンチンとウルグアイのインフレ率は（引き続き）鈍化する見通しではあるものの、高水準にとどまるとみられます。その他の国では、インフレ率は引き続き目標水準の付近で推移し、以前の予想から大幅な変化はみられません。

FRB による金融緩和への回帰と良好なインフレ見通しが、より緩和的な金融政策の余地をもたらす

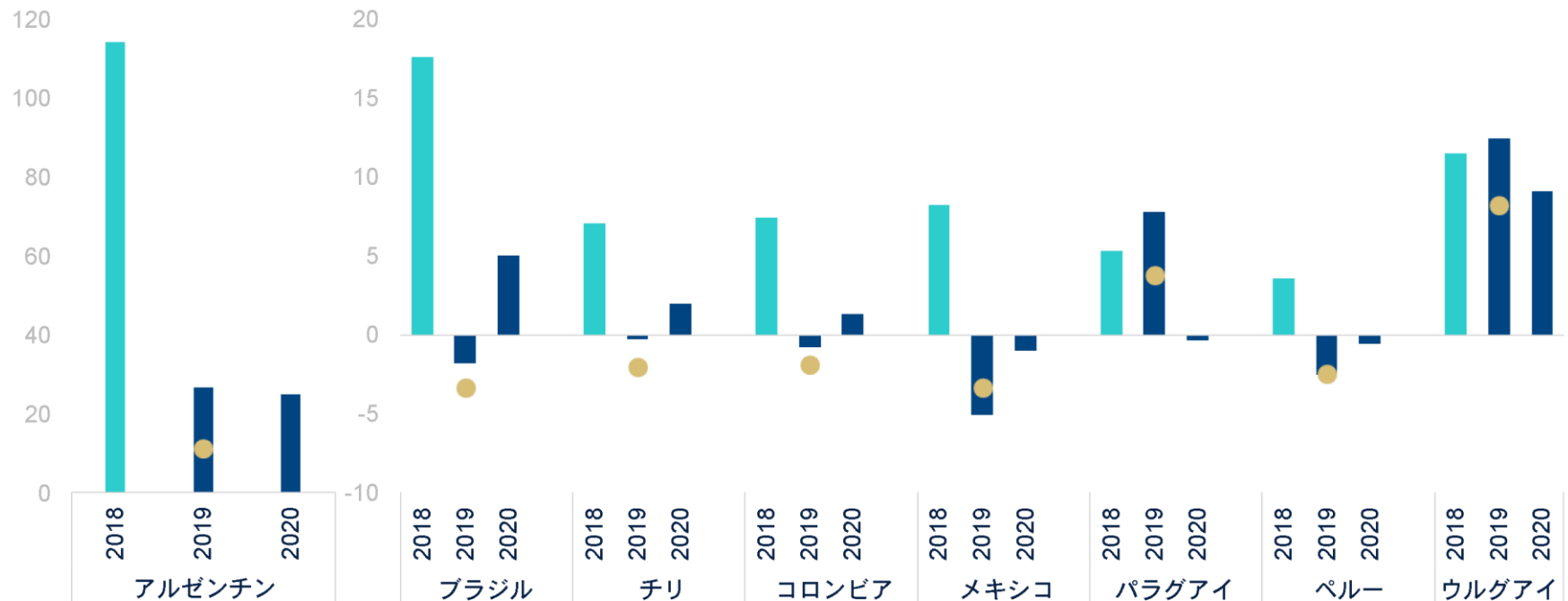
中南米：政策金利(*)
(%、前年比)



- 2019年6月にはチリで予想外の利下げが行われました。
- 今後数ヵ月以内にペルーとブラジルでの利下げが予想されます。
- メキシコでも利下げが行われる見通しです。これは比較的安定した為替レートと、インフレ率の鈍化を反映した動きです。
- コロンビアでは、高水準の経常収支赤字によって金融緩和の余地がなくなるとみられます。
- しかし、中南米の他国と同様に、2019~2020年の利上げの見込みはありません

現地通貨は、2018 年ほどではないものの、全体として今後下落する見込み

中南米：名目為替レートの変化(*)
(%、1 ドル当たりの現地通貨)



● 7月15日まで

(*) 正の値は通貨の下落、負の値は通貨の上昇を表す
出典：BBVA Research

世界的なリスク回避志向の高まりにより、為替レートのボラティリティは再び上昇する可能性があります。この場合、中央銀行が金融緩和政策を追加する余地は小さくなります。

財政赤字を縮小する必要があるため、全体として財政刺激策の余地は乏しい

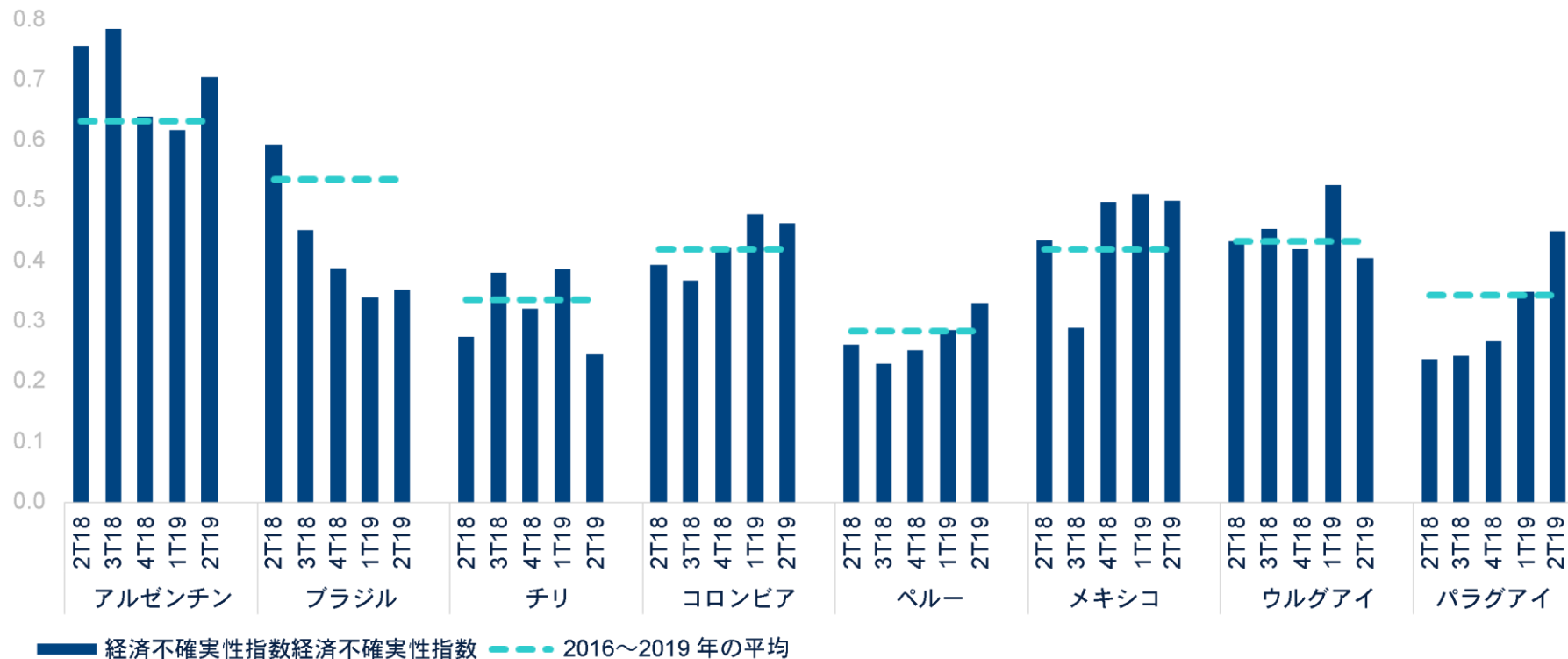
中南米：財政赤字と経常収支赤字
(GDP に対する割合 (%))



- 数年前と比べて公的債務が増加する中、比較的高水準な公的部門の赤字と財政目標を遵守する必要性により、カウンターシクリカルな財政政策の採用が妨げられています。
- こうした傾向はアルゼンチンとブラジルで顕著ですが、コロンビア、メキシコ、ウルグアイでもみられます。
- 経済成長が低調であるため、経常収支赤字のコントロールが可能になっています。
- ただし、コロンビアは例外です。同国では原油価格の下落が悪影響を及ぼすとみられます。

グローバルな要因だけでなく、政治および財政のリスクによって不確実性が高まる

中南米：経済政策不確実性指数(*)



* 経済の不確実性に関する現地マスコミによるニュースの論調であり、メディア報道に基づき数値化した指標。
出典：BBVA Research および GDELT

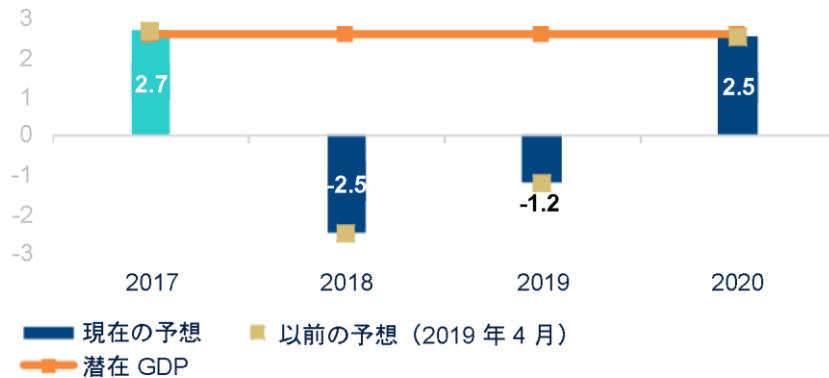
中南米の大部分では、不確実性は高水準にとどまるのみならず上昇しています。
財政上の問題に加え、政治的なリスクや、国内政策に関する
疑念が引き続き一部の国の重石となっています。

02

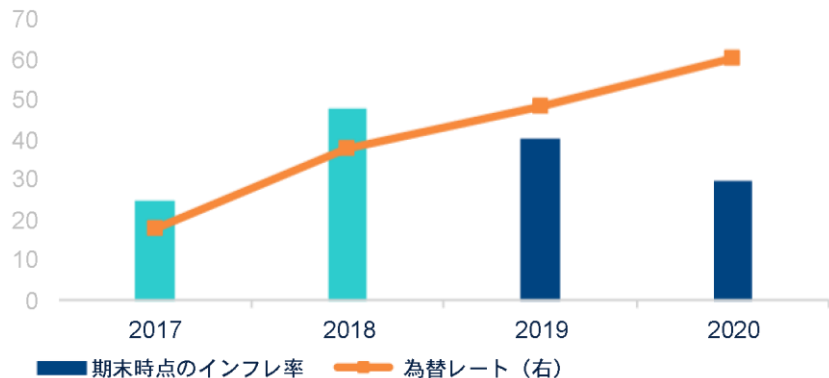
中南米： 国別見通し

アルゼンチン：最近の為替レートの安定性は回復見通しを強めているが、リスクは引き続き高水準

アルゼンチン：予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率
(%、前年比)



アルゼンチン：インフレ率と為替レート
(%、期末時点)

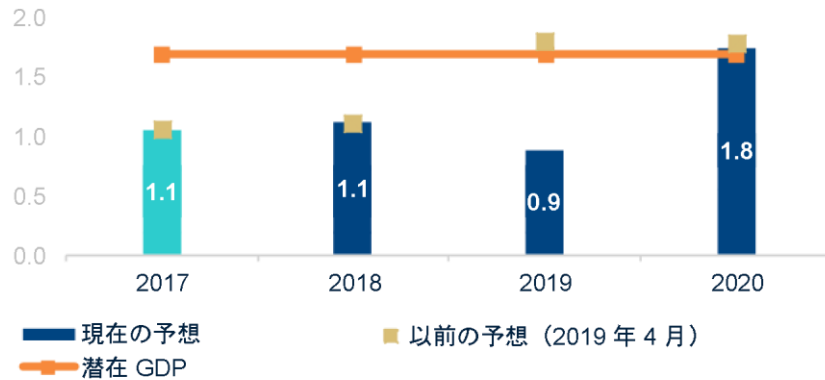


出典：BBVA Research

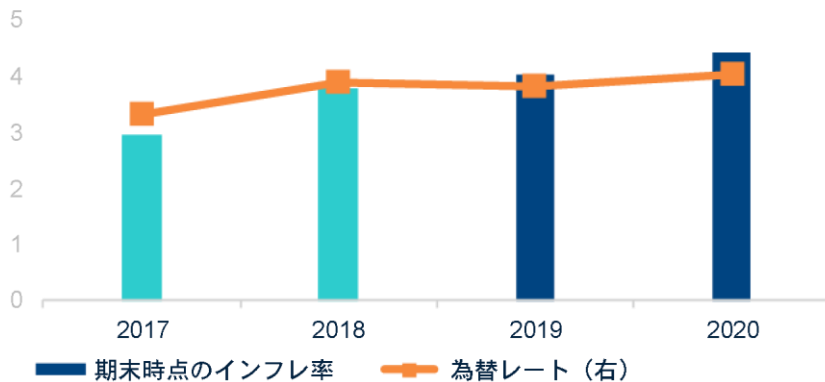
- 5月初め以降の比較的安定した推移に伴い、為替レートの見通しは改善しています。
- しかし、選挙をめぐる不確実性により、下半期のボラティリティは引き続き高水準になる見込みです。
- GDP 成長率は、2019 年第 1 四半期はマイナスとなったものの、2019 年第 2 四半期はプラスになるとみられます。
- 最近ピークを付けたインフレ率は、2019 年は 40% に、2020 年は 30% に近づくと予想されます。

ブラジル：2019 年の予想成長率は急激に悪化するものの、2020 年以降の回復見通しには変化なし

ブラジル：予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率
(%、前年比)



ブラジル：インフレ率と為替レート
(%、期末時点)

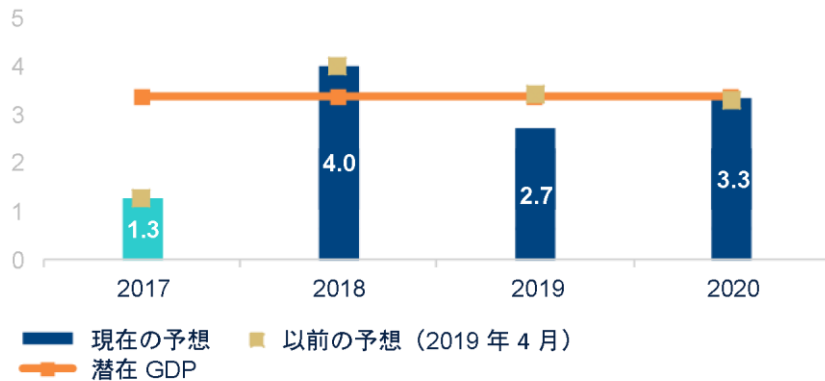


- 2019 年の予想 GDP 成長率は、グローバルなシナリオの悪化と国内の景況感の低下により下方修正されました。
- 2020 年以降の予想 GDP 成長率は据え置きとなりました（上振れバイアスあり）。
- 社会保障改革の承認と自由貿易の進展見通しに関する進歩により、回復見通しは下支えされる見込みです。
- 新たな環境により、今後数ヵ月以内に中央銀行が金融緩和を開始する余地が生じています。

チリ：主に投資と輸出の実績の悪化によって 2019 年の成長率が低下

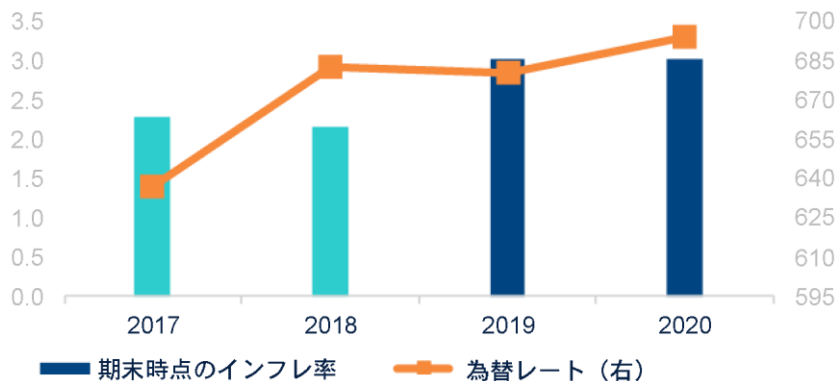
チリ：予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率

(%、前年比)



チリ：インフレ率と為替レート

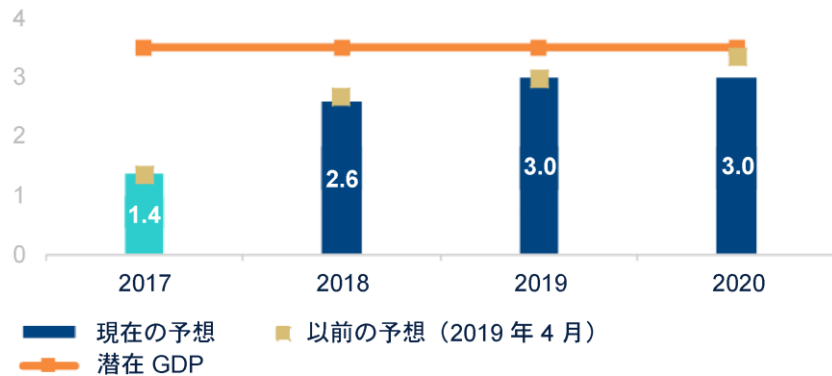
(%、期末時点)



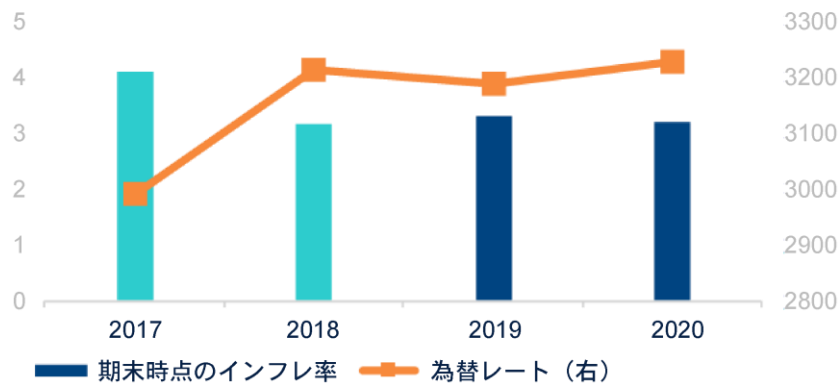
- 上半期の成長率の低下によって、2019 年の予想 GDP は下方修正されました。
- 2020 年の成長見通しは据え置かれ、潜在成長率は上方修正されました。
- 2019 年 6 月には予想外の 50 bp の利下げが行われました。これは 2019 年第 1 四半期の GDP 成長率の鈍化と、構造的パラメータの更新（需給ギャップの拡大と中立金利の低下）によるものです。
- インフレ率は今後上昇し、2019 年末には 3.0% に近づくとみられます。

コロンビア : 2019~2020 年の成長率は 3% で安定

コロンビア : 予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率
(%、前年比)



コロンビア : インフレ率と為替レート
(%、期末時点)

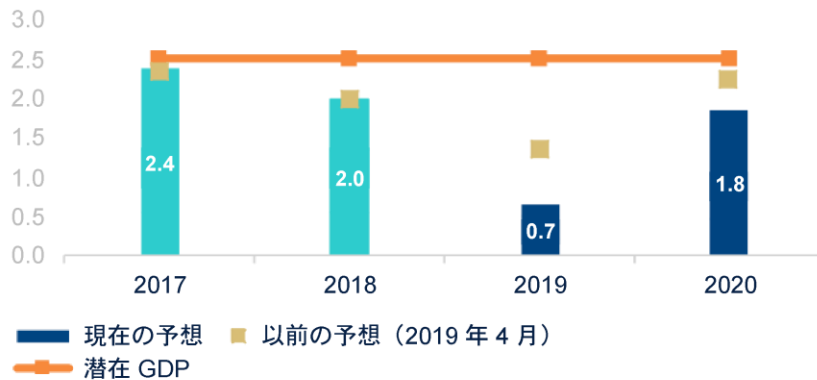


- 2020 年の予想成長率は下方修正されました。
- 下方修正の要因は、世界と現地の不確実性による投資と輸出への影響が強まったことです。
- 中央銀行は現在の姿勢を堅持し、2021 年まで金利を据え置くとみられます。
- 経常収支赤字により、利下げの余地はなくなる見込みです。
- 財政目標を達成するのは引き続き困難です。

メキシコ：マクロ経済の安定にもかかわらず、成長率は低下し、不確実性は上昇

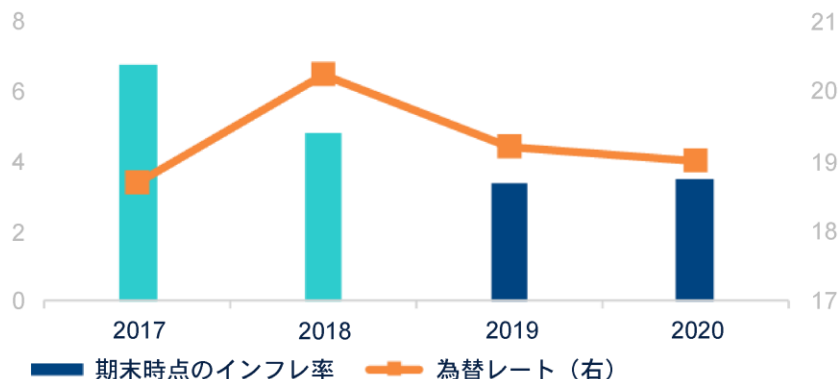
メキシコ：予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率

(%、前年比)



メキシコ：インフレ率と為替レート

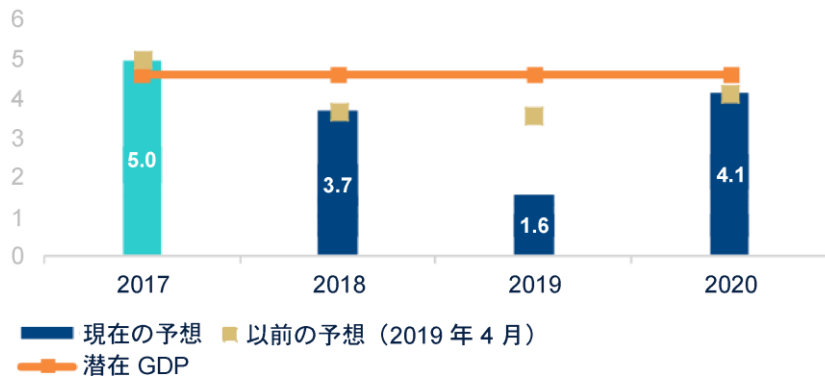
(%、期末時点)



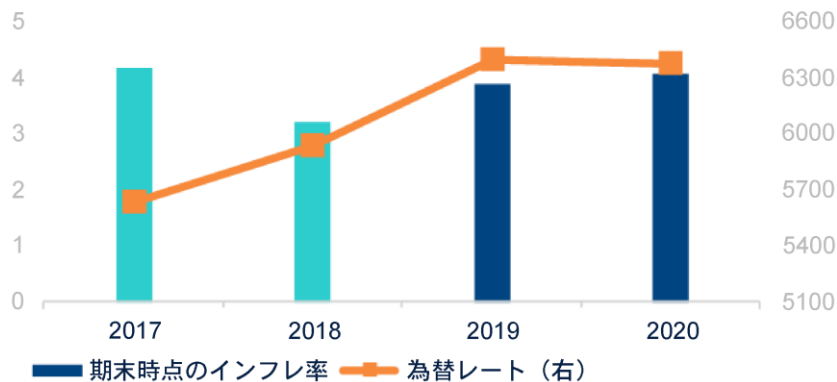
- 予想成長率は下方修正されました。主な要因は、投資と個人消費について弱気の見方が強まったことです。
- こうした見方の背景には不確実性の高まり（主に対米貿易に関する新たな脅威と Pemex によるもの）があります。
- インフレ率の低下、安定的な為替レート、FRB によって、Banxico が 2019 年 9 月に緩和サイクルを開始するための環境が整う見込みです。
- 成長率の低下にもかかわらず、当社は安定的なマクロ政策が続くと予想しています。

パラグアイ：気候関連のショックにより 2019 年の成長見通しが悪化

パラグアイ：予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率
(%、前年比)



パラグアイ：インフレ率と為替レート
(%、期末時点)

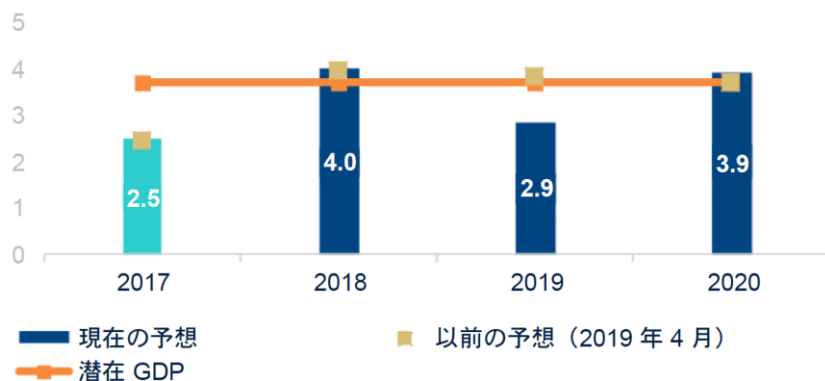


- 一時的な供給ショックにより、主に農業セクター（農産物と畜産）とエネルギー生産が影響を受けました。
- 中南米の経済環境は予想を下回るとみられます（ブラジルの成長率の低下）。
- したがって、2019 年の成長率は 3.6% から 1.6% に下方修正されました。
- インフレ率は目標レンジ (2~6%) の範囲内にとどまる見込みです。
- 短期的な下振れ圧力にもかかわらず、金利は 4.75% に維持されるとみられます。

ペルー：供給ショックが第一次産業セクターに影響を及ぼし、成長率が一時的に低下する見込み

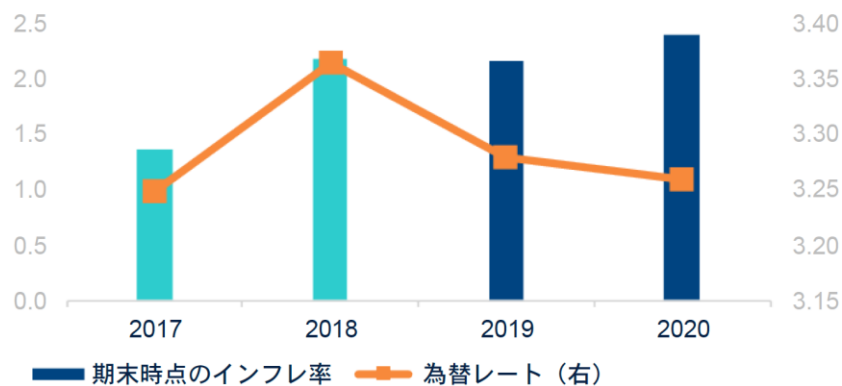
ペルー：予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率

(%、前年比)



ペルー：インフレ率と為替レート

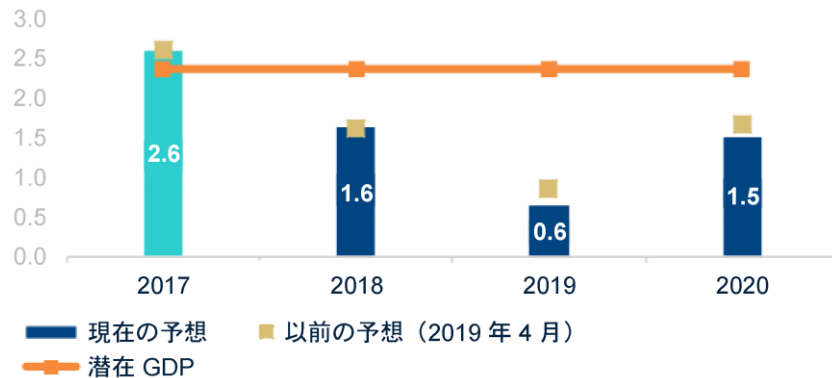
(%、期末時点)



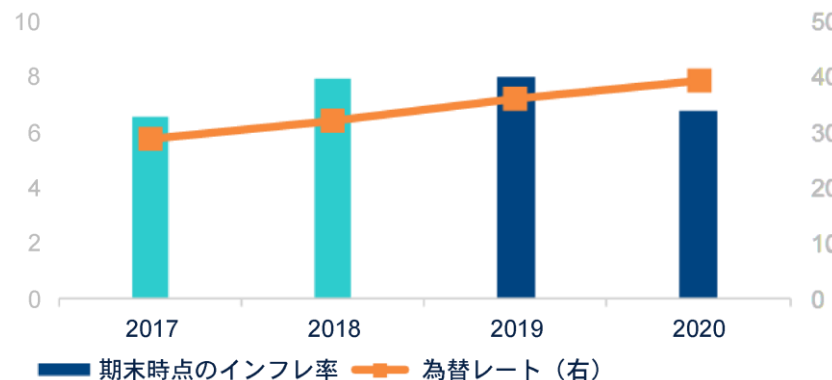
- 成長率は2019年を通じて回復する見込みです。これは第一次産業（鉱業と水産業）に対して年初に影響を及ぼした供給ショックが後退し、財政支出が加速することによるものです。
- インフレ率は抑制され、2019年は2.3%、2020年は2.4%にとどまるとみられます。
- 世界的に需給ギャップの縮小ペースが鈍化し、金融政策が緩和的となることで、2019年第3四半期の利下げに向けた環境が整っています。

ウルグアイ：世界と中南米の環境がやや悪化したため、予想成長率を若干下方修正

ウルグアイ：予想 GDP 成長率と潜在 GDP 成長率
(%、前年比)



ウルグアイ：インフレ率と為替レート
(%、期末時点)



- グローバルな環境の悪化とアルゼンチンおよびブラジルの低調な成長率の両方により、予想成長率は下方修正されました。
- インフレ率は今年、目標レンジを上回る 8.0% に達する見込みです。
- 引き締め気味の金融政策により、為替レートは比較的安定し、2020 年のインフレ率は低下するとみられます。
- 財政再建は予想よりも緩やかなペースで進む見込みです。
- 今年の大統領選以降は、経済政策が急激に方向転換するとは予想されていません。

03

中南米： 予測表

成長率、インフレ率、為替レート、金利の予想

	GDP (%、前年比)					インフレ率 (%、前年比、期末)				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
アルゼンチン	-1.8	2.9	-2.5	-1.2	2.5	39.3	24.8	47.6	40.0	30.0
ブラジル	-3.3	1.1	1.1	0.9	1.8	6.3	2.9	3.7	4.0	4.4
チリ	1.3	1.5	4.0	2.7	3.3	2.8	1.9	2.1	3.0	3.0
コロンビア	2.0	1.8	2.6	3.0	3.0	5.7	4.1	3.2	3.3	3.2
メキシコ	2.7	2.3	2.0	0.7	1.8	3.2	6.6	4.8	3.4	3.5
パラグアイ	4.3	5.2	3.7	1.6	4.1	3.9	4.5	3.2	3.9	4.0
ペルー	4.0	2.5	4.0	2.9	3.9	3.3	1.6	2.2	2.2	2.4
ウルグアイ	1.7	2.7	1.6	0.6	1.5	8.2	6.3	7.9	8.0	6.8

	為替レート (対ドル、期末)					金利 (%、期末)				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
アルゼンチン	15.8	17.7	37.9	48.0	60.0	24.80	28.80	59.25	50.00	36.00
ブラジル	3.35	3.30	3.88	3.81	4.00	13.75	7.00	6.50	5.75	6.50
チリ	667	637	682	680	693	3.50	2.50	2.75	2.50	3.00
コロンビア	3010	2991	3212	3186	3227	7.50	4.75	4.25	4.25	4.25
メキシコ	20.7	18.7	20.2	19.2	19.0	5.75	7.25	8.25	7.75	6.75
パラグアイ	5787	5631	5928	6390	6365	5.50	5.25	5.25	4.75	4.75
ペルー	3.40	3.25	3.37	3.28	3.26	4.37	3.26	2.75	2.50	2.50
ウルグアイ	28.8	28.9	32.2	36.2	39.5	**	**	**	**	**

* アルゼンチンとウルグアイの金融政策は、一連の目標ではなく、マネーサプライに従って実施されます。アルゼンチンのデータは Leliq 金利を参照しています。

財政収支、経常収支、コモディティ価格の予想

	経常収支 (GDP に対する割合 (%))					財政収支 (GDP に対する割合 (%))				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
アルゼンチン	-2.7	-4.9	-5.1	-2.3	-2.3	-5.8	-6.0	-5.0	-3.9	-2.3
ブラジル	-1.3	-0.3	-0.8	-0.7	-1.1	-9.0	-7.8	-7.1	-6.8	-7.3
チリ	-1.4	-1.5	-2.2	-2.9	-3.1	-2.7	-2.8	-1.7	-1.9	-1.3
コロンビア	-4.3	-3.3	-3.8	-4.4	-3.8	-4.0	-3.6	-3.1	-2.4	-2.2
メキシコ	-2.2	-1.6	-1.8	-2.0	-2.0	-2.5	-1.1	-2.1	-2.0	-1.6
パラグアイ	3.5	3.1	0.5	-0.6	1.3	-1.1	-1.1	-1.3	-1.5	-1.5
ペルー	-2.7	-1.1	-1.6	-2.2	-1.9	-2.5	-3.1	-2.3	-2.1	-1.9
ウルグアイ	0.6	0.7	-0.6	-0.8	-1.6	-3.8	-3.5	-2.9	-3.8	-3.6

	コモディティ価格 (平均)				
	2016	2017	2018	2019	2020
原油 (ブレント、米ドル/バレル)	44.8	54.4	71.1	64.0	55.4
大豆 (米ドル/メトリックトン)	363	359	342	329	343
銅 (米ドル/ポンド)	2.20	2.80	2.96	2.80	2.78