

# 資源価格下落とラテンアメリカ経済

西川 珠子

## 「資源依存体質」が懸念されるラテンアメリカ経済

ラテンアメリカ（中南米）経済は、減速傾向を強めている。中南米地域の実質GDP成長率は、2010年(6.1%)をピークに低下しており、14年の1.3%に続き、15年も5年連続の減速となる見込みだ(国際通貨基金(IMF)15年7月時点予測：0.5%)。域内GDPの4割を占める盟主ブラジルは景気後退局面入りしており、15年はマイナス成長が確実な情勢だ。その他の主要国も、米国景気回復の恩恵を受けて持ち直しがみられるメキシコを除き、おおむね減速傾向にある。

景気減速の背景にあるのが、資源価格の下落だ。資源価格は、中国景気の減速等による需給の悪化を受けて急落している。14年初めの水準に比べて、原油・鉄鉱石価格は半値以下、銅・大豆価格も3割程度下落している。

中南米各国は、原油、鉄鉱石・銅等の鉱石、食糧等の一次産品に対する輸出依存度が53%と高い(表参照)。経済規模の大きい主要7カ国の資源輸出依存度をみると、ベネズエラが97.6%と突出して高い。ベネズエラの輸出のほとんどが原油・石油製品であり、特定の産品に特化する典型的なモノカルチャー構造となっている。銅、金など鉱物資源輸出が中心のチリ、ペルーや、ベネズエラに次いで原油・石油製品への依存度が高いコロンビアも、資源依存度は8割を超える。アルゼンチンとブラジルは、基本的に資源中心の輸出構造ではあるが、自動車・同部品等の工業製品も上位に入っているため、資源依存度は6割台にやや下がる。メキシコは、最大の輸出品目は原油だが、自動車・同部品、

電機等、他の工業製品に輸出品目は分散しており、資源依存度が23.8%と低い。

「資源依存度」の高い中南米経済にとって、資源価格の下落は経済の屋台骨を揺るがすインパクトを持ちうる。資源安は、交易条件(輸出価格/輸入価格)の悪化による貿易収支の悪化や海外からの所得移転の減少要因になる。加えて政府部門では、歳入の減少による財政収支の悪化にもつながりうる。また、資源関連企業では、業績・採算悪化により開発投資が低迷し、経済成長率の下押し要因となる。

## 資源安が増幅する通貨安とデフォルト懸念

また、「資源依存体質」を嫌気した通貨安が進むと、輸入インフレにより金融緩和の余地が乏しくなるほか、対外債務の返済負担が増大するおそれがある。

中国の景気減速懸念や、米国の利上げ観測を背景に、新興国通貨全般への売り圧力が強まるなかで、中南米経済の「資源依存体質」に対する懸念が、中南米通貨の下落を増幅している。中南米通貨で最も取引量が多いメキシコ・ペソは、史上最安値を更新しているほか、ブラジル・リアルも国営石油会社ペトロブラスの汚職疑惑に絡む政治不安や国債価格下げなどを材料に、2002年以来となる史上最安値圏に下落している。

通貨安は、各国でインフレ率の上振れ要因となっており、金融緩和による景気テコ入れを難しくしている。中南米各国では、原油安による物価抑制効果は限定的で、通貨安による輸入インフレ圧力の方が懸念される状況にある。ブラジルでは、景気後退局面に入り金融引き締めは15年7月で打ち止めとなったが、インフレ率は目標圏を大幅に超過しており、中銀はリアル安の影響を注視している。チリ、ペルー、コロンビアでも、インフレ率が目標圏を上回っているため、各国中銀はインフレ警戒姿勢を強めている。メキシコでは、インフレ率は歴史的な低水準にあるが、ペソ相場の急変動を抑制するため、米国の利上げ時期を注視しつつ、利上げを検討せざるを得ない状況となっている。

通貨安が続くと、対外債務の返済負担の増大が債務不履行(デフォルト)など債務危機に発展するリスクが論点になってくる。外貨準備/対外短期債務比率を

表 主要7カ国の資源輸出依存度・外貨準備

	資源輸出依存度	外貨準備(億ドル)		外貨準備対外短期債務比(倍)
		2015/7	前年末比	
ベネズエラ	97.6	170	▲51	0.6
チリ	86.1	382	▲23	2.5
ペルー	85.4	597	▲26	8.5
コロンビア	82.4	468	▲5	3.8
アルゼンチン	66.9	339	25	1.0
ブラジル	63.6	3,683	47	6.4
メキシコ	23.8	1,908	▲25	2.1
中南米	53.0			

(注) 資源輸出依存度はベネズエラのみ2011年、他は2013年。  
 (資料) 各国統計、世界銀行、ECLAC等より、みずほ総合研究所作成

用いて各国の外貨繰りを評価すると、アルゼンチン・ベネズエラ以外では必要とされる水準（1倍）を上回っており、短期的に對外債務の返済不能に陥るような事態は想定しにくい（表参照）。

アルゼンチンは、過去の債務再編に応じなかったホルダアウト債権者との法廷闘争の結果、14年7月に01年以来13年ぶりのデフォルト状態に陥った。ベネズエラは、原油安により経済の混迷に拍車がかかり、政府および国営石油会社PDVSAはデフォルトの瀬戸際にある。ベネズエラの外貨準備は、15年に入り50億ドル以上も減少し、わずか170億ドル（7月末）となっており、しかも大半を金で保有しているため流動性が低い。對外債務の返済原資を中国からの借入や海外資産の売却等に依存しており、資金繰りは極めてひっ迫した状況にある。

ブラジルについては、資金流出リスクに留意が必要だ。ブラジルは、潤沢な外貨準備を積み上げており、短期的な支払い能力に支障はないと考えられる。また、外貨建て国債比率は5%以下と低く、レアル安による對外債務返済負担の増大リスクは大きくない。しかし、財政悪化により、一部の格付け機関はブラジル国債の格付けを投機的水準（状況によっては債務履行能力が不十分となる可能性がある）に引き下げており、国際市場での新規の資金調達に難しくなりつつある。今後、政治のいっそうの混乱などをきっかけに資金流出が加速するリスクがあり、ルセフ政権は背水の陣での政策運営を迫られている。

#### 成長分野への打撃と中期的な成長期待の低下懸念

さらに、中南米各国において資源開発が成長分野と位置付けられているため、資源安は短期的な貿易・財政収支の悪化や成長率の下振れのみならず、中期的な成長期待の低下につながる懸念がある。すなわち原油安は、すでに輸出面での原油依存度が高いベネズエラ、コロンビアばかりでなく、エネルギー開発が成長分野として期待されているアルゼンチン、ブラジル、メキシコについても、中期的な成長期待に悪影響を及ぼす可能性がある。

中南米地域は、シェールガス・オイル等、非在来型資源の開発ポテンシャルが大きい。米エネルギー情報局（EIA）によれば、アルゼンチンは、シェールオイル（世界第4位）、シェールガス（第2位）の技術的回収可能量が中南米最大とされ、これにメキシコ（シェールオイル第8位・シェールガス第6位）が続いて

いる。ブラジルでは、シェールガス（第10位）のほか、2007年に発見されたプレサル層の深海油田での開発プロジェクトが進んでいる。ベネズエラについても、メキシコとほぼ同規模のシェールオイル（第7位）の技術的回収可能量がみこまれている。

原油価格の下落は、エネルギー関連企業の業績や開発投資の採算悪化、株安や社債利回り上昇による資金調達環境の悪化等を通じて、関連投資の低迷につながるおそれがある。エネルギー関連の投資が原油安により減少すれば、それ自体が経済成長の下押し要因となるのみならず、開発にかかわる建設・土木、エンジニアリング、掘削会社等の経営悪化等を通じて、経済により広範な悪影響を及ぼすリスクがある。

短期的な投資低迷は、資本蓄積の停滞をもたらし、中期的な成長力を低下させる要因となりうる。成長期待の低下は、資本流入の鈍化を通じて、さらに成長力の制約につながる悪循環が懸念される。

ブラジルでは、汚職疑惑に原油安が追い打ちをかける形で国営石油会社ペトロブラスの経営環境が悪化し、大幅な投資削減を余儀なくされている。深海油田の発見を受けて浮上した「20年までにブラジルが世界トップ5の産油国になる」という前提に基づくブラジルへの成長期待は、大きく揺らいでいる。

メキシコでは、石油・天然ガス開発の国家独占を見直し、民間参入を可能にする歴史的なエネルギー改革が実現したが、原油安は改革に水を差す要因になりうる。15年7月に実施されたラウンドワン（民間企業による鉱区入札）第一回は低調な結果となっており、今後も損益分岐点の高い鉱区などで原油安により投資が手控えられることになれば、産油量の回復や成長率の押し上げ効果が期待より小さくなるリスクがある。

#### 各国の政策運営が中期的な成長力を左右

中南米各国の成長抑制要因となっている資源安は、「資源依存体質」を見直す改革の好機と捉えることもできる。2000年代後半は、資源高が中南米経済全体を底上げし、各国固有の問題点を覆い隠してきた側面がある。今後は、いわば「資源高というメッキ」がはがれた後の、各国経済の実力を問われる局面になる。各国政府は、資源価格の変動に対する耐性の強化とともに、より広範な経済政策運営の見直しを通じて、成長力を高める努力が求められている。

中南米経済は、全体として景気減速傾向にあるなかで、成長力の格差が拡がり始めている。関税同盟であ

るメルコスール（南米南部共同市場）の3カ国（ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラ）と、経済共同体・太平洋同盟4カ国（メキシコ、コロンビア、チリ、ペルー）を比較すると、成長率は二極化する傾向にある。

2006～10年の5年間の実質GDP成長率（平均）では、メルコスール3カ国（4.7%）と太平洋同盟4カ国（4.3%）はほぼ同水準だった。しかし、11～15年（15年はIMF予測）は、メルコスール3カ国の平均成長率が1.3%の低成長に落ち込むのに対し、太平洋同盟4カ国は4.1%と小幅な減速にとどまる（図参照）。

メルコスールと太平洋同盟の成長力格差の拡大は、資源依存度合いの違いのみならず、経済政策運営の巧拙も影響していると考えられる。

メルコスールでは、左派政権のもとで供給力強化より需要を重視する経済政策が実施された結果、インフレ率が高止まりし、拡張的な財政運営が財政収支の悪化を招いてきた。通商面では、輸入規制等の保護主義的な政策が実施され、貿易が縮小している。ブラジルが厳しい経済・財政状況を打開すべく、緊縮財政、貿易促進など経済政策運営の修正を進めていることは評価される。

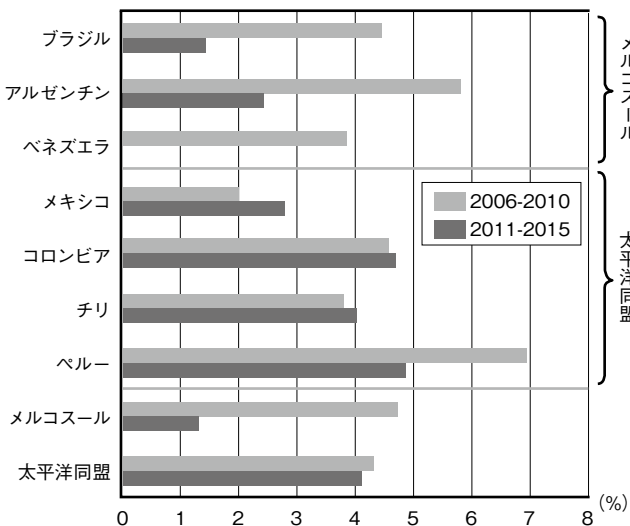
太平洋同盟諸国では、自由貿易協定（FTA）の活用や外資誘致等の対外開放政策を通じて貿易・投資の拡大が推進されている。財政収支の数値目標やインフレ目標の設定等、ルールに基づく財政・金融政策運営が奏功し、財政収支・政府債務やインフレ率等のマクロ経済指標も、メルコスールと比較すれば相対的に安定している。メキシコでは、原油安が歴史的なエネルギー

改革の成果に水を差しかねない状況であり、改革推進の手綱を緩めず中期的な成長期待をつなぎとめる努力が肝要だ。

今後は、技術・インフラ・人的資源への投資による競争力・生産性の向上など、構造改革への取り組み次第で、各国間の成長力格差はさらに鮮明になっていく可能性がある。中南米経済は、重大な分岐点に直面している。（2015年9月10日記）

（にしかわ たまこ みずほ総合研究所 調査本部欧米調査部  
 上席主任エコノミスト）

図 主要7カ国の実質GDP成長率



（注）2015年の成長率は、ブラジル・メキシコは2015年7月、他は2015年4月時点のIMF見通し。  
 （資料）IMF「World Economic Outlook Database」よりみずほ総合研究所作成

