

中南米経済の見通し

～回復のきっかけをつかんだブラジル、景気の踊り場を
迎えたメキシコ、景気の底を探るアルゼンチン～

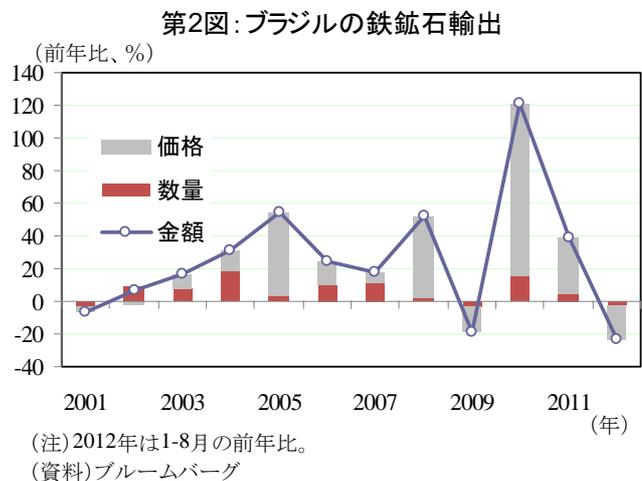
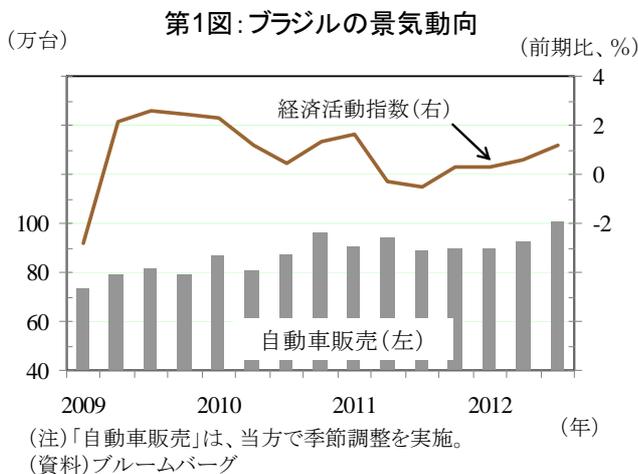
1. ブラジル経済

(1) 景気の現状

7-9 月期の成長率は
加速、減税により自
動車販売が急増、
一方、外需は不振

ブラジル経済は 4-6 月期まで低成長が続いていたが、7-9 月期に入りようやく回復が明らかになってきた。回復を先導したのは自動車販売を中心とした消費だ。7-9 月期の自動車販売台数は工業製品税の減税により前期比 8.4% 増加し 100 万台を超えた。これにより生産も刺激され、経済活動指数（月次 GDP）も同 1.2% 増と加速した（第 1 図）。この結果、7-9 月期の成長率は約 2 年ぶりに前期比で 1% を超えた模様だ。

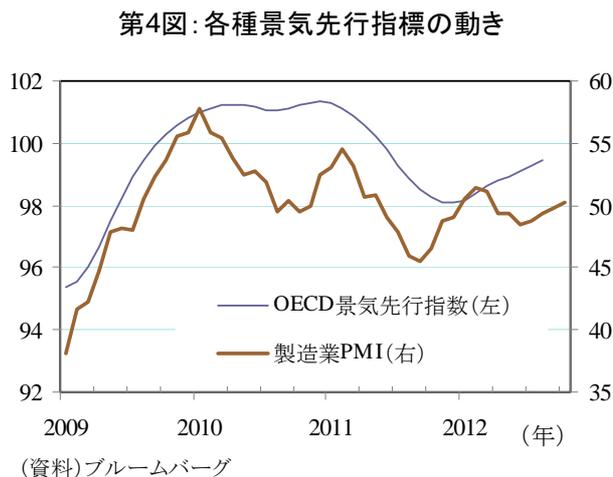
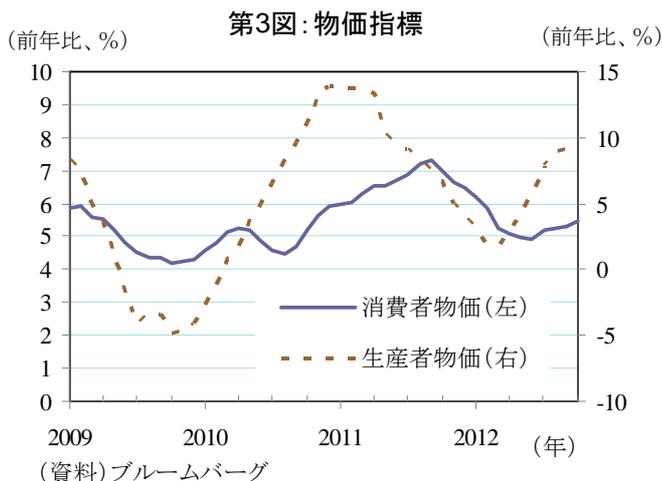
しかし、外部環境は依然として厳しい。新興国、特に中国の景気減速を受け鉄鉱石などの資源輸出が落ち込んでいる（第 2 図）。加えて、南米地域の景気悪化により工業品輸出も不振であるからだ。輸出は足元で前年比 2 ケタの減少となっている。一方、輸入も減少している。これはブラジルの内需低迷に加え、政府の国産品優遇策とレアル安により輸入品から国産品への代替が起こっていることも反映している。その結果、貿易収支は月間 20 億ドル強の黒字を維持している。



インフレ率が上昇に転じ、中央銀行は利下げ終了を示唆

インフレについては、景気鈍化を受けて低下基調が続いていたが、国際的な食糧価格の上昇もあり、生産者物価はすでに前年比+10%に接近している。物価上昇は消費者物価にも波及してきており、6月の前年比+4.9%を底に+5%台半ばに上昇してきている（第3図）。

こうした展開を受け、ブラジル中央銀行は10月に利下げを実施したものの、下げ幅を0.25%に留めるとともに、声明で今後は金利を据え置くことを示唆した。



(2) ブラジル経済の見通し

利下げ効果により設備投資が増加に転じ、景気回復を支援する見込み

景気先行指数は緩やかな上昇が続いており、今後の緩やかな景気拡大を示唆している。製造業の業況指数 (PMI) も夏場以降回復してきた (第4図)。ただし、今後も輸出には多くを期待できず、景気回復は内需主導となるが、消費頼みの回復を長く期待することは難しい。夏以降の回復の主役となった自動車減税は時限的なもので、現時点では年末で打ち切られる予定だ。今後、自律的な景気回復を実現するためには、内需のもう一つの柱である設備投資の回復が必要になる。設備投資については、これまでの利下げが後押しとなり、今後回復していくことが期待される。既に、実質金利は2001年以降の最低水準に低下している。過去、実質金利の低下の後には設備投資が回復しており、今回も同様の効果が期待できよう (第5図)。

公共事業増による景気押し上げ効果発揮は2014年以降に

なお、政府は港湾や道路などインフラ整備のために、民間資金を積極的に導入していく方針を表明している。従来、ブラジルは民営化には消極的であったので、実現すれば画期的な転換となるが、入札は来年4月以降のことで、景気押し上げ効果が期待できるのは早くても来年の下期以降とみられる。

金融システム動揺の可能性は小さい

リスク要因は銀行の不良資産増加である。特に、近年急増した消費者ローンでは、90日超の延滞比率が約8%で高止まりしており、しばしば

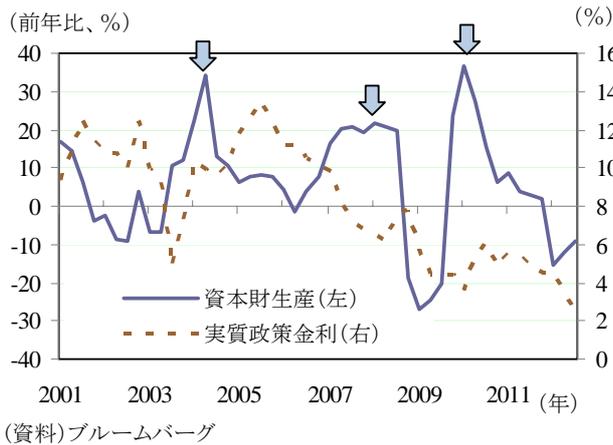
消費に対するリスク要因として指摘されている。だが、前回見通しで検討したとおり、国際比較するとブラジルの家計債務（GDP比）は依然として低い。また銀行の自己資本比率も高く、主要銀行株がブラジル株全体に対して、特に劣後しているわけでもない（第6図）。銀行セクターについては注視していく必要はあるが、過度の悲観は不要だろう。

2013年の成長率は3.4%を予想。潜在成長率には届かず

設備投資の増加により内需主導の自律的な回復過程に入ると期待できるものの、今後は新興国からの資源需要の伸びも鈍化することから、2000年代後半に経験した高成長の再来はないだろう。成長率は当分の間、潜在成長率とされる3%台後半を下回ることになるだろう。

金融政策が据え置きモードに入ったと思われることから、金利差からのリアル安局面も終わりに近づいた可能性が高い。レアルの対ドル相場は、当分の間、足元の1ドル=2.0~2.1レアル付近で留まるだろう。景気回復につれレアル高に向かうだろうが、政府のレアル高警戒も根強い。レアルの上昇余地は限られるだろう。

第5図：実質金利と設備財生産



第6図：銀行株の推移



2. メキシコ経済

(1) 景気の現状

好景気続くも7-9月期の成長率はやや鈍化。景気は踊り場

近年、北米の新たな生産拠点として注目を集め、投資ブームが続いているメキシコは順調な景気拡大を遂げてきたが、7-9月期の成長率は前年同期比3.3%となり、4-6月期の同4.1%からやや鈍化した（第7図）。

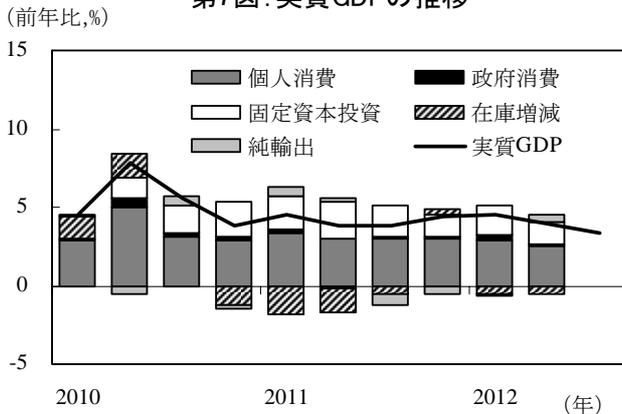
小幅減速となった主因は、対米自動車輸出の鈍化だ。米国で自動車在庫が高水準になってきたため在庫調整が発生、メキシコにも調整の余波が及んでいる（第8図）。

食品価格中心にインフレ率上昇

一方、消費者物価上昇率は10月に前年比4.6%と、5カ月連続で中央銀行の目標レンジ上限（4%）を上回っている。上昇の主因は、天候不順による食料品価格の高騰（同15.6%）であるが、メキシコ中央銀行はイ

インフレの2次波及を警戒する姿勢を表明した（10月26日）。

第7図：実質GDPの推移



(資料)国立統計地理情報院(INEGI)

第8図：自動車産業の動向



(資料)ブルームバーグ

(2) メキシコ経済の見通し

調整は短期で終わり、息の長い景気拡大が続く見通し。2013年3.3%成長を予想

米国経済は年末にかけて一旦減速するものの2013年以後は緩やかな回復に向かうと考えられるため、メキシコ経済の調整も軽微、短期で終わり、内需主導の景気拡大が続く見通しだ。メキシコの価格競争力は健在であり（第9図）、米州市場への「地の利」も合わせると、メキシコへの企業進出はこれからも続く見通しだ。進出に伴う設備投資と雇用増に支えられ、メキシコは息の長い景気拡大を続けることになるだろう。

賃金インフレの懸念はまだ小さい

食品インフレが他物価へ波及していく可能性は、今のところ小さいと考えられる。賃金は上昇しているが、それを上回る生産性の向上があり、単位労働コストは低下しているからだ。失業率も低下してきているとはいえ、2008年と比較するとまだ高く、労働市場がひっ迫しているわけではない（第10図）。利上げは早くても2014年になるとみられる。

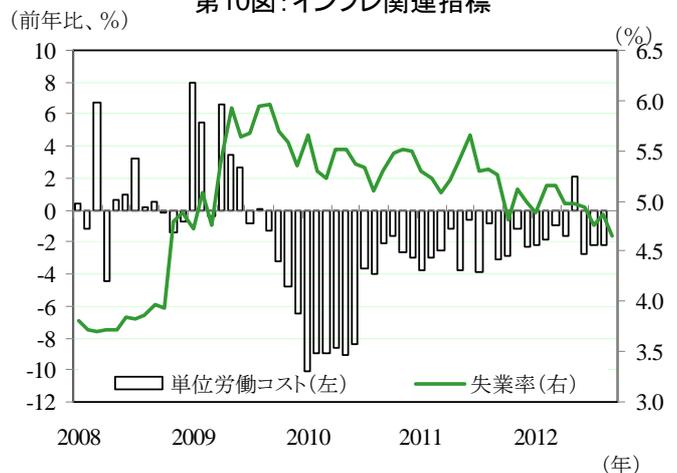
為替相場は、堅調な景気が続いていることが評価され、緩やかなペソ高が進むだろう。2014年末に1ドル=12ペソ程度に上昇するとみている。

第9図：メキシコ製品の価格競争力



(注)「価格競争力」は、同程度の製品を輸出しているライバル国の輸出価格指数と相対比較したもの。
(資料)OECD、ブルームバーグ

第10図：インフレ関連指標



(資料)ブルームバーグ

3. アルゼンチン経済

(1) 景気の現状

外部環境の悪化と
迷走気味の経済政
策により不況入り

アルゼンチン経済は昨年後半から急速に減速しており、4-6 月期の成長率は前年比でゼロ%となった（第 11 図）。悪化の主因は投資の減少である。世界景気の悪化により投資が控えられたこともあるが、政策による悪影響も無視できない。外貨節約のため政府が厳しい輸入管理を続けているため資本財の供給が滞り、設備投資の減少を招いている。また企業経営への政府の過度の干渉が嫌われ、企業マインドが悪化したことも投資意欲の減退につながっている。次に、消費も徐々に鈍化してきている。インフレにより実質所得が目減りしてきているためだ。公式の消費者物価上昇率は 10%弱と発表されているが、実勢は 25%程度とみられている。実勢の消費者物価上昇率で計算すると、7-9 月期にはついに実質所得がマイナスになった模様だ。

但し、最大の輸出先で全輸出の 2 割を占めるブラジルの景気が持ち直してきたことは、アルゼンチンにとって朗報となっている。ブラジル向け自動車輸出台数は、前年比ベースで年初来 2 桁のマイナスが続いていたが、8 月から急速に改善し始め、9 月は同▲2.0%、10 月は同+26%と増加に転じた。

(2) アルゼンチン経済の見通し

年内景気悪化続く
が、ブラジル経済の
立ち直りと穀物価
格上昇により、
2013 年は回復

景気は依然として悪化中であるが、悪化のテンポは緩和し始めており景気は底固めの時期に入ってきた。景気は年末にかけやや持ち直し、2012 年の成長率は 2.1%となろう。

そして 2013 年については、アルゼンチンは穀物輸出増の恩恵を受けることができそうである。同国にとって大豆及び関連商品は、輸出の 3 割弱を占める主力商品である。2012 年は干ばつにより減産となったが、2013 年が平年並みの作柄となれば、現在、穀物価格が上昇していることもあり 3 割以上の増収が期待できる。アルゼンチン政府は国内向け供給を優先する政策を採っているため、増産がそのまま輸出増となるわけではないが、他の穀物と合わせ農産物は輸出増加に貢献できるだろう（第 12 図）。

2013 年は輸出の好転により、景気は回復に向かうだろう。もっとも回復後は、輸入も急増すると考えられるため（輸入規制もやや緩和されるとみられる）、成長率の V 字回復は期待しにくい。2013 年の成長率は 3.6%と予測する。

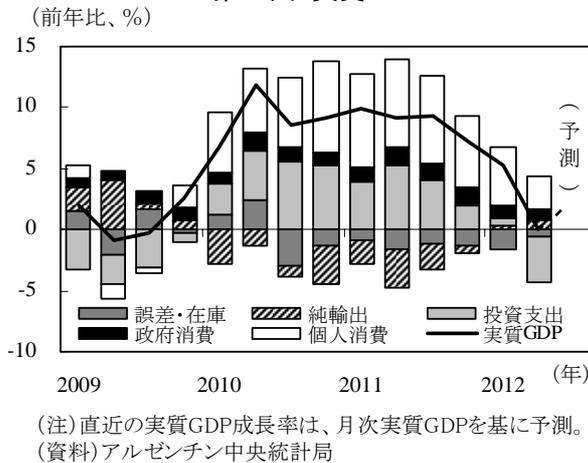
政府は為替管理を強めているが、アルゼンチン・ペソの公式対ドルレートについては、緩やかながら下落率の加速を容認している。足元の年間下落率は約 12%と 1 年前の約 7%からやや加速した。公式レートは実

勢より3~4割程度割高と考えられるため、今後も年間1割強の下落が続
き、2013年末時点では1ドル=5.6ペソ程度となっているだろう(2012
年10月末1ドル=4.77ペソ)。

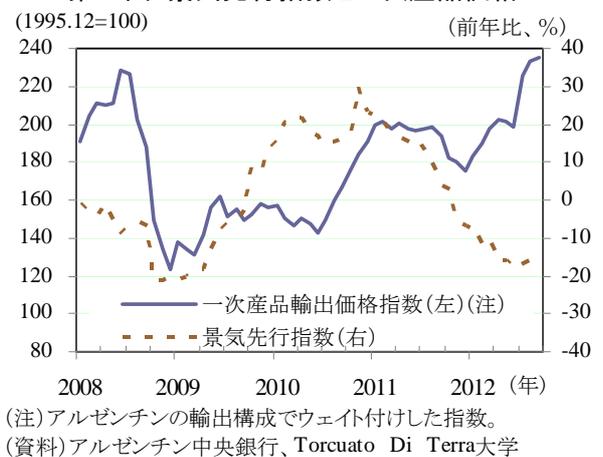
**当面、債務不履行の
リスクに注意が必
要**

最後に、債務不履行再発の懸念が生じていることに注意が必要だ。2001
年に債務不履行を起こしたアルゼンチンは、その後ほとんどの債権者と
債務再編で合意したが、応じなかった一部債権者が返済を求め米国で法
的手段をとっている。それに対し、アルゼンチン政府は支払いを拒否す
る姿勢を崩していない。あくまで支払いを拒否した場合、債務不履行と
認定される可能性がある。そうなればアルゼンチンは一層国際社会から
孤立することになりかねず、経済に悪影響を及ぼす可能性がある。

第11図: 実質GDP



第12図: 景気先行指数と一次産品価格



第1表 中南米経済の見通し

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
ブラジル	2.7	1.4	3.4	6.6	5.3	5.5	▲ 525	▲ 490	▲ 560
アルゼンチン	8.9	2.1	3.6	9.8	10.0	10.0	▲ 0	10	▲ 2
メキシコ	3.9	3.7	3.3	3.4	4.2	4.2	▲ 111	▲ 80	▲ 110
中南米全体(注)	4.1	2.7	3.5	6.8	6.0	6.4	▲ 533	▲ 514	▲ 500

(注)全体の数値は、主要7カ国の統計に基づく。各国の比重は2010年のドル建て名目GDPによる。2011年は実績。
7カ国は、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

(国際通貨研究所 森川 央)

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@mufg.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、金融商品の売買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。