

中南米経済の見通し

～緩やかな回復に向かうブラジル、アルゼンチン。好調続くメキシコ～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

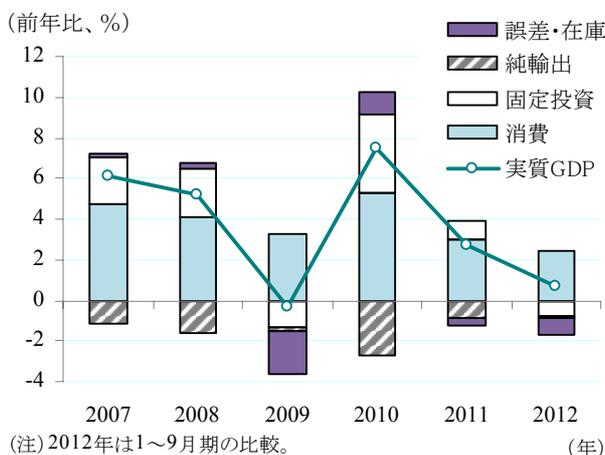
1%程度の成長に留まった2012年

7-9 月期の実質成長率は前年比 0.9%となり、1-9 月期累計の成長率も同 0.7%に留まった。消費（個人、政府）は GDP を 2.4%ポイント押し上げたが、固定投資や在庫投資がマイナス寄与、純輸出はゼロであった（第 1 図）。まだ 10-12 月期を残すが、2012 年のブラジル景気は高い最低賃金の伸び（14.5%）と減税や個人向け与信の強化などの政策効果により、消費は一定の伸びを維持したものの、不透明な世界経済の影響が強く、企業の投資マインドを喚起することはできなかった、という評価になろう。10-12 月期は若干、成長率が加速したと思われるが、通年の成長率は 1%程度の低成長に終わったと見込まれる。

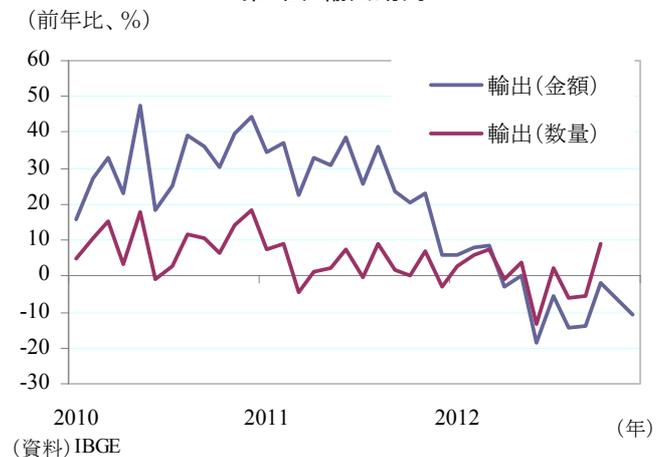
輸出に回復の兆し、企業マインド改善と、足元には明るさも

しかし、足元には明るい兆しも出ている。輸出額は前年割れが続いているものの、輸出数量には回復の兆しがみられる（第 2 図）。企業景況感指数も上昇してきた。購買担当者指数（PMI）は 9 月から 1 月まで 5 カ月連続で好不況の分岐点である 50 を上回っている。また、ブラジル産業同盟（CNI）によると、85%の企業が 2013 年に投資を増やすと回答している。

第1図:ブラジルの実質成長率



第2図:輸出動向



金利低下、長期資金供給増で、投資をサポート

企業の投資を支援する要因として、金融緩和も見逃せない。政策金利の引き下げだけでなく、政府は2012年から長期貸出に適用される銀行の自己資本比率規制を緩和した。また、政府系銀行に対し、企業に実際に適用する貸出金利引き下げを命じたほか、民間銀行にも貸出金利の引き下げを「指導」した。この結果、企業向け貸出金利が大幅に低下してきていることに加え、企業の借入日数が徐々に伸びてきている（第3図）。

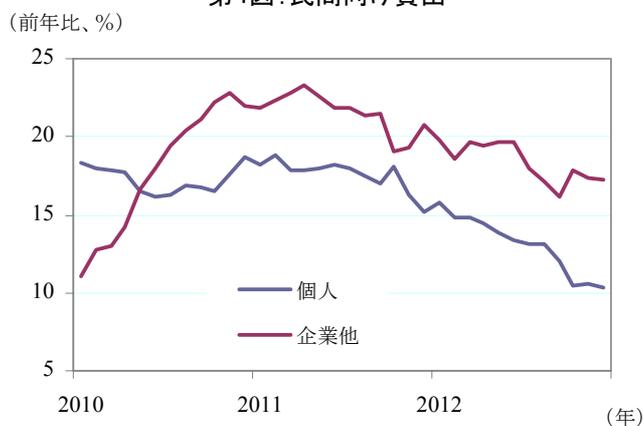
延滞率の上昇で融資の伸び率が鈍ってきている個人向け融資と比較すると、企業向け融資は高い伸び率を維持している（第4図）ほか、延滞率も上がっていない。今後、企業向けの中長期貸出の増加が投資を支えたと期待できる。

第3図：企業向け貸出の条件



(資料) ブラジル中央銀行

第4図：民間向け貸出



(資料) ブラジル中央銀行

ブラジルのインフレ体質があらわに。労働コストの上昇は構造的な問題

2012年は1%程度の成長に留まったにもかかわらず、インフレ率は高止まりし、ブラジルのインフレ体質を印象づけた。消費者物価上昇率が低下したのは同年前半までで、後半は上昇し年末時点の上昇率は5.8%となった。これは中央銀行が設定しているインフレ目標（4.5%）を大きく上回る上昇率だ。政府がガソリン価格や公共料金の抑制をしていなければ、インフレ率は更に高くなり、6%台半ばになっていたと推測される。

構造的なインフレ要因になっているのが労働コストの上昇だ。ブラジルは労働者の権利が手厚く保護され、簡単には人員整理ができない。低成長にもかかわらず、失業率が4.6%（12月）と現行統計が開始された2002年以来で最も低い水準になっているのは、その表れだ。加えて、昨年は最低賃金の上昇率が高かった。生産性の上昇が限られ、コスト高が価格に転嫁されやすいサービス価格の上昇は特に顕著で、利上げをしていた2011年に迫る勢いになっている（第5図）。

(2) 2013年の見通し

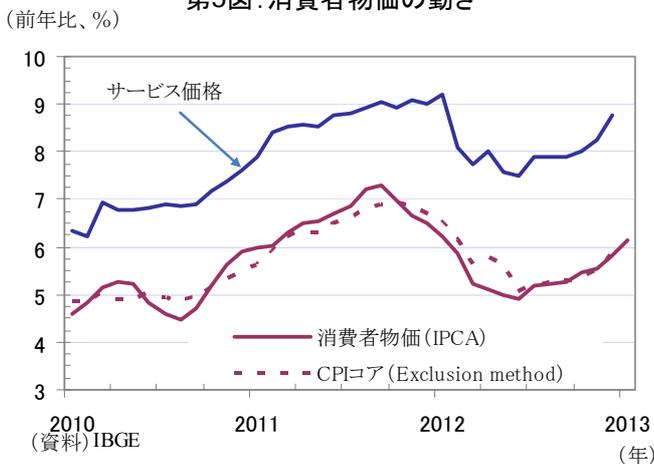
世界経済の回復と民間企業のインフラ投資により、昨年低迷した固定資本投資が回復へ

世界経済に明るさが戻ってきていること、特に資源需要が大きい中国が昨年後半から持ち直しつつあることは、ブラジルにとって朗報である。資源産業の投資が再開されるきっかけとなろう。そして製造業全体でも稼働率が上がってきているほか（第6図）、最近の企業アンケートでは投資意欲の高まりも見られる。加えて民間企業によるインフラ投資の入札が、今春から始まる。またサッカー・ワールドカップ開催を来年に控え、公共交通機関やスタジアム整備も急ピッチで進められる。2月から実施される電力料金の引き下げは、多くの企業にとってコスト引き下げ要因となろう^(注1)。こうした効果が相まって、昨年は低迷した固定資本投資の回復が今年期待できる。

ただし、これまで景気を支えていた消費は、今年はある程度の鈍化が避けられないだろう。個人向け融資の伸びが鈍化してきていることに加え、今年最低賃金の伸び率が8%に留まり、実質ベースでは2%程度になる見通しだ。とはいえ、労働市場は安定しているため、急激な消費鈍化を予想しているわけではない。

(注1) 同時に、消費者物価に対しても0.5%ポイント程度の押し下げ要因になる。

第5図：消費者物価の動き



第6図：製造業稼働率



インフレ抑制と成長の実現は、再選を目指すルセフ大統領にとって重要な政策課題。2013年の成長率は3.1%に

ブラジルのインフレ体質の改善のためには、消費から投資主導の成長に移っていくことが望ましい。中銀は1月に発表した声明で、「予想を下回る（足元までの）低成長は、金融政策では対処できない供給面のボトルネックを反映している」と言及、供給力の強化を訴えた。

インフレ抑制と経済成長の両立は、来年、再選を狙うルセフ大統領にとって重要な課題である。政府としても供給サイド重視に異論はないだろう。2013年は昨年の消費頼みの成長から、消費と投資の両輪が機能する年になろう。もっとも供給力の強化には時間がかかる。当分はイン

フレ予防のため景気過熱も避けなくてはならず、潜在成長率とされる4%を下回る成長に管理する慎重さも求められる。幸い大統領の支持率は高く、安易なバラマキに走る可能性はそれほど高くない。2013年の成長率は3%程度を予測する。

為替については、ブラジル当局は安定を志向するだろう。レアル安がインフレを助長することも困るが、レアル高で輸出に悪影響が出ることも避けたいだろう。当局は、昨年後半から為替レートを1ドル=2.0~2.1レアルの狭いレンジ内で安定するように、介入を含め細心の注意を払っている。この為替政策は2013年も継続されるだろう。

2. アルゼンチン

(1) 景気の現状

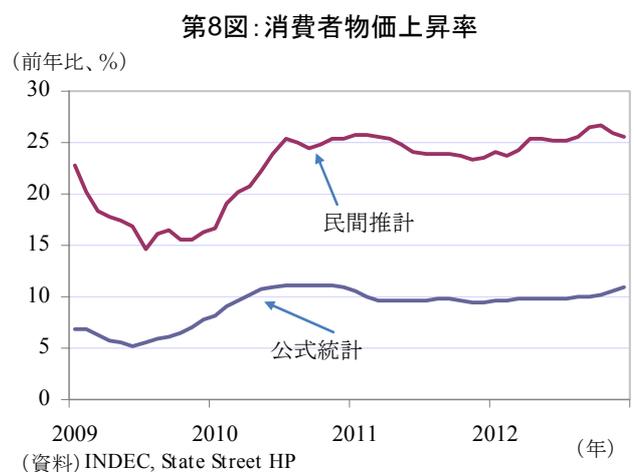
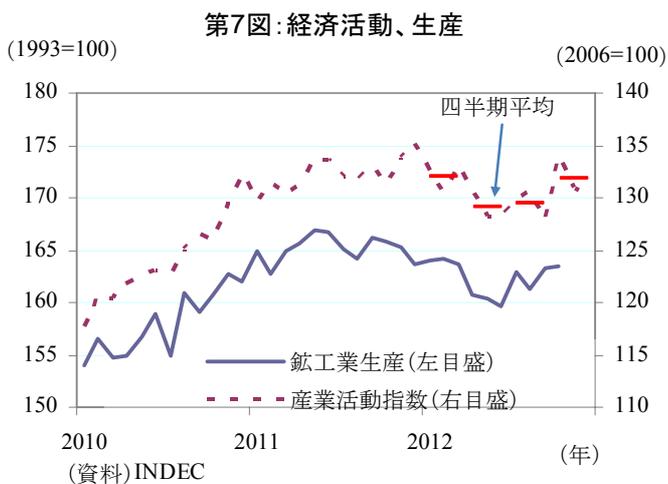
夏場から緩やかに回復中。2012年の成長率は2.1%に鈍化

アルゼンチンの成長率は2011年後半から悪化が続き、昨年7-9月期の成長率は前年比0.8%まで低下している。しかし成長の内容をみると、個人消費の伸びが鈍化する一方、回復に向けた変化の兆しもみられる。厳しい輸入管理で輸入を抑制したことで純輸出のマイナス寄与が消えた。また、国内では景気対策により投資のマイナス幅が縮小した。

そして、季節調整済み前期比でみると、7-9月以降景気は持ち直しており、足元ではやや加速も見られるようだ。鉱工業生産も、月次GDPともいわれる産業活動指数も夏場からは回復してきている（第7図）。

実態は25%程度のインフレが続く

一方、インフレは依然として終息していない。前回の不況期である2009年は民間推計による実態インフレ率も鈍化したが、今回は不況にもかかわらずインフレ率は高止まりしたままである（第8図）。



IMF は統計の改善を勧告

対外関係の緊張も続いている。1月末、IMFはアルゼンチンに対し、インフレ率などの経済指標の「操作」を公式に批判、9月29日までに統計の改善とその発表を求めた。しかし、高いインフレ率を認めると、インフレ連動債の利払いに跳ね返るため、アルゼンチン政府が実態を認めるインセンティブは小さいと考えられる。

(2) 2013年の見通し

農産物輸出に助けられ、成長率は3.1%に回復へ

アルゼンチンの主力輸出産業は農業であり、なかでも大豆は関連製品も含めると輸出の3割弱を占める同国最大の輸出品である。去年は、大豆が不作となり輸出量も1割減となっていた。

2013年は一転、豊作が予想されており、大豆関連輸出は2割弱伸びる見通しだ。小麦は多雨による減産が予想されているが、トウモロコシも豊作が予想されており、三品目全てが凶作だった昨シーズンとは様変わりとなっている（第1表）。

第1表:アルゼンチンの主要穀物生産・輸出見通し

(100万トン)

| | | 2011 | 2012 (見込) | 2013 (予測) |
|--------|----|------|--------------|--------------|
| 小麦 | 生産 | 17.2 | 15.5 | 11.0 |
| | 輸出 | 9.5 | 12.9 | 5.0 |
| トウモロコシ | 生産 | 25.2 | 21.0 | 28.0 |
| | 輸出 | 16.4 | 17.5 | 19.5 |
| 大豆 | 生産 | 49.0 | 40.1 | 54.0 |
| | 輸出 | 9.2 | 7.4 | 11.0 |
| 大豆製品 | 生産 | 29.3 | 28.0 | 29.8 |
| | 輸出 | 27.6 | 26.0 | 28.8 |
| 大豆油 | 生産 | 7.2 | 6.8 | 7.3 |
| | 輸出 | 4.6 | 3.8 | 4.3 |
| 大豆類合計 | 生産 | 85.5 | 74.9 | 91.1 |
| | 輸出 | 41.4 | 37.2 | 44.0 |

(資料)米農務省

そして、主要商品の輸出価格は依然として歴史的な高値圏に留まり、外貨獲得に貢献する見通しである。こうしたことから、景気は緩やかな回復が続き、2013年の成長率は3.1%に上昇する見通しだ。

選挙目当てのバラマキ政策で、インフレ悪化の可能性も。最終的にはIMFから脱退する可能性も一概に否定できない

ただし、インフレは引き続き要警戒である。2013年10月に中間選挙が予定されているが、経済失政のため現政権への支持率は低い。支持率上昇を狙って政権がバラマキ政策を採り、更にインフレが進む懸念がある。

IMFとの関係も予断を許さない。アルゼンチンでは2001年の経済危機後に緊縮政策を強いたIMFに対して、今も反発が強い。そのため、対IMFについては政府を支持する国民が多く、政府も強気の姿勢を崩していない。アルゼンチンには現在IMFからの借入はなく、IMFに留まる理由は少ない。最終的にIMFからの脱退を選ぶ可能性も一概に否定できない。

3. メキシコ

(1) 景気の現状

景気鈍化するも一時的。デフレ傾向が広がる

2012 年前半、メキシコは前年比 4.7% の成長を遂げたが、米国景気の中だるみとインフレによる実質所得減により、7-9 月の成長率は前年比 3.3% に鈍化した。しかし、10-12 月期以降は景気信頼感指数が改善しているほか、消費関連指標も回復中である（第 9 図）。また 2012 年前半に干ばつがもたらした食品価格の高騰は足元で鎮静化し、むしろデフレ傾向が明瞭になってきている（第 10 図）。デフレ傾向は生産者物価でも確認でき、メキシコ中銀の政策スタンスも昨年前半のインフレ警戒から中立に戻っている。

第9図:メキシコの消費関連指標



(注) 上段グラフ中横棒は四半期平均。
(資料) INEGI

第10図:消費者物価



(資料) INEGI

(2) 2013 年の見通し

巡航速度での拡大
続き、インフレの懸
念も小

住宅市況の底入れから、米国景気の足取りもしっかりしてきている。米国が「財政の崖」への対応に失敗することがない限り、2013 年のメキシコ経済は、輸出が伸び投資が活発化し所得増が消費を支えるという、好循環が続き、巡航速度（3%台半ば）での景気拡大が続く可能性が高い。

製造業の生産性向上により、単位労働費用は低下している（第 11 図）。今後もインフレの懸念は小さいだろう。

安定成長と低インフレから、証券投資先としてのメキシコ人気も衰えそうにない。メキシコ・ペソは上昇基調となり、1 ドル=12 ペソを目指すことになるだろう。

第11図：製造業の単位労働費用



第2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 | 0.9 | 3.1 | 6.6 | 5.4 | 5.8 | ▲ 525 | ▲ 542 | ▲ 580 |
| アルゼンチン | 8.9 | 2.1 | 3.1 | 9.8 | 10.0 | 10.5 | ▲ 0 | 18 | 10 |
| メキシコ | 3.9 | 4.0 | 3.5 | 3.4 | 4.1 | 3.7 | ▲ 111 | ▲ 73 | ▲ 120 |
| 中南米全体 (注) | 4.1 | 2.6 | 3.4 | 6.8 | 5.8 | 6.5 | ▲ 533 | ▲ 656 | ▲ 764 |

(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おります。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。