

# 中南米経済の見通し

～緩やかな景気回復が続くブラジル、復調するメキシコ、減速に転じるアルゼンチン～

## 1. ブラジル

### (1) 景気の状態

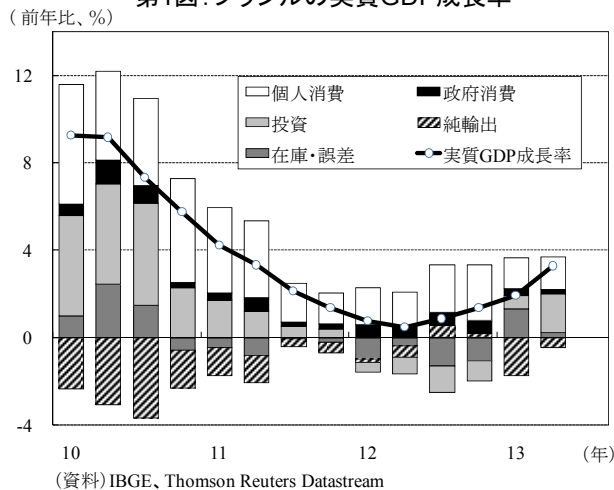
第 2 四半期は投資が顕著な伸びを示し、成長は加速

ブラジル経済は緩やかな成長が続いている。第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前年比+3.3%と、第 1 四半期(同+1.9%)から加速した(第 1 図)。需要項目別にみると、投資が前年比+9.0%(寄与度:同+1.7%)と顕著な伸びを示し、成長を牽引した。2014 年のサッカー・ワールドカップ開催や 2016 年の五輪開催に向けたインフラ投資に加え、民間の設備投資も出てきている。また、前期に大幅なマイナス寄与となった純輸出が輸出の回復により改善したことも成長加速の一因となった。一方、これまで成長を牽引してきた個人消費は同+2.3%と 10 四半期ぶりに全体の成長率を下回る伸びにとどまった。インフレによる実質購買力低下や 6 月に全国的に発生した政府への抗議デモによる消費マインドの低下が影響したと思われる。

第 3 四半期の経済活動指数は前期比▲0.1%

第 3 四半期は前期の急加速の反動から幾分減速した。第 3 四半期の経済活動指数は前年比+2.3%の成長、前期比では▲0.1%と前期の平均値を僅かに下回る水準で足踏みしている(第 2 図)。

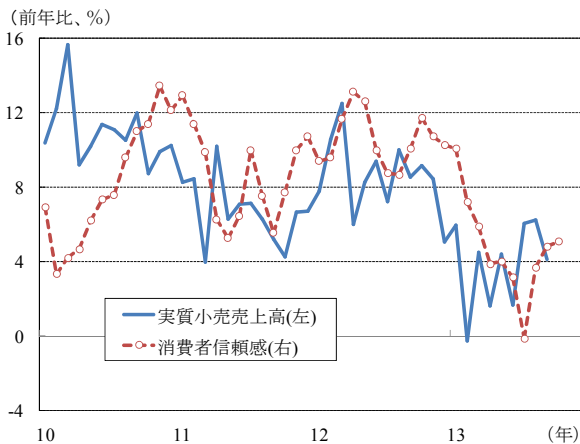
第1図:ブラジルの実質GDP成長率



第2図:経済活動指数



第3図: 実質小売売上高と消費者信頼感



(資料) IBGE, Thomson Reuters Datastream

第4図: 鉱工業生産と設備稼働率



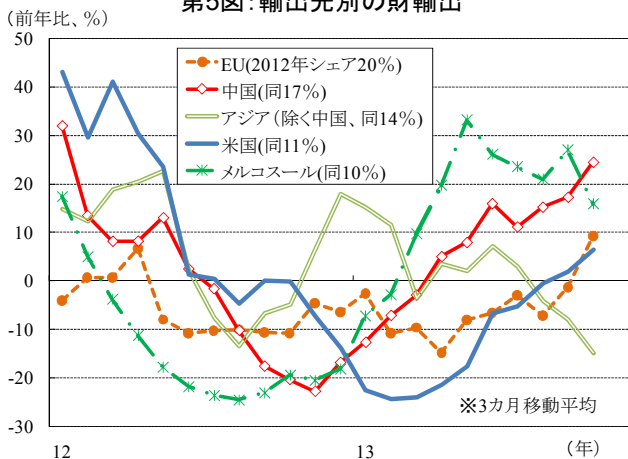
(資料) IBGE, CNI, Thomson Reuters Datastream

消費は持ち直し、生産は再び低迷

昨年11月以降、低下が続いていた消費者信頼感は8月より上昇に転じた(第3図)。第3四半期の実質小売売上高は前年比+5.5%と勢いこそないものの、前期の同+2.6%から持ち直しの動きが続いている。一方、昨年半ばより持ち直していた鉱工業生産は5月以降再び低迷しており、第3四半期の実質小売売上高は前年比+0.8%と前期の同+4.5%から減速した(第4図)。また、設備稼働率は昨年6月以来の水準にまで低下した。第3四半期は、消費は上向き、生産は下向きと明暗が分かれた。

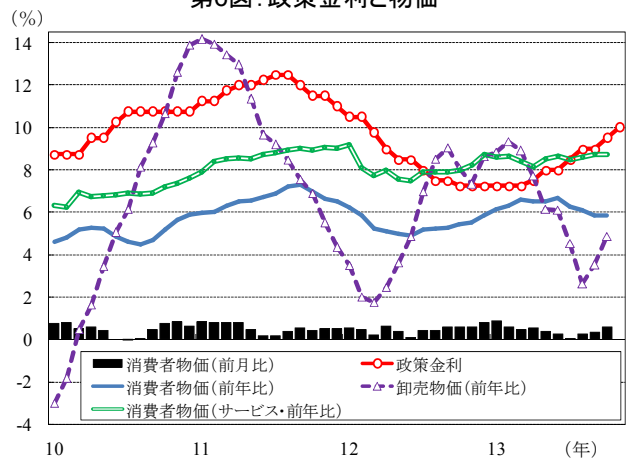
外需に力強さはまだ見られない。第3四半期の財輸出は前年比▲0.2%と前期に続き前年割れとなった。今年前半低調だった米国向けおよびEU向け輸出はともに9月より増加に転じてきたが、アジア(除く中国)向け輸出は5月より前年割れとなった。これに対し、昨年減少(同▲7.0%)した中国向け輸出は今年3月より増加に転じている(第5図)。輸出が冴えないため、今年1月から10月までの貿易収支累計額は18億ドルの赤字

第5図: 輸出先別の財輸出



(資料) MDIC, Thomson Reuters Datastream

第6図: 政策金利と物価



(資料) IBGE, FGV, Thomson Reuters Datastream

と、昨年同期間の 174 億ドルの黒字から悪化し、経常赤字拡大の主因となった。直近 12 ヶ月の経常赤字累積額（805 億ドル）の対名目 GDP 比率は 3.6%となり、前年と比べて 1.4%上昇した。

消費者物価上昇率は 4 ヶ月連続で低下するも、依然高水準  
中銀は政策金利を 10%に引き上げ

10月の消費者物価上昇率は前年比+5.84%と4ヶ月連続で小幅低下したものの、依然高水準にある。消費者物価のうち、サービス費目の上昇率は低下しておらず、足元では卸売物価上昇率や前月比ベースでみた消費者物価上昇率が再び上昇に転じている（第6図）。ブラジル中銀はインフレ抑制のために、4月以降6回連続で合計2.75%ポイントの利上げを行い、政策金利を10.0%とした。11月の利上げ後の声明においてはインフレに関する文言が削除され、引き締めバイアスを解いた。もっとも、インフレ圧力は依然残っていることから、中銀はもう一段の利上げを実施し、政策金利10.25%~10.5%にて様子見に転じるものと予想する。

## (2) 今後の見通し

消費は力強さに欠けるが、底割れは回避

これまでの消費刺激策による歳出増により財政収支は悪化傾向にあり、追加刺激策の実施余地は乏しくなっていることから、消費にこれまでのような牽引力は期待できない。一方、ルセフ大統領は2014年の大統領選挙において再選を目指していることを考えると、財政収支改善に大きく舵を切り、自ら消費の腰折れを招く選択も採りづらい。消費マインドの改善もあり、来年の大統領選挙まで現状の消費刺激策が概ね継続されることにより、消費は底割れを回避しよう。

消費と投資の両輪で成長を分担する構図へシフト

需要項目別にみると、投資は、昨年は4四半期連続で前年割れとなり、成長の下押し要因となった。この間の成長の牽引役は消費に偏っていた。これに対し、今年前半は投資が2四半期連続の増加となり、第2四半期には同+9.0%と急加速した。消費にこれまでのような力強さがないなか、消費と投資が「分担」して景気を下支えすると考えられる。投資が増加に転じてきた要因として、2014年のサッカー・ワールドカップ開催や2016年の五輪開催のための交通インフラ整備やスタジアム補修に対する投資が呼び水となったが、世界経済が緩やかながらも回復に向かい、通貨レアル高が解消されてきたなか、中間層が育ち、中長期的に成長期待の高い市場としてブラジルが再評価されていることが挙げられる。本邦企業のブラジル進出も今や製造業に限らない。今年前半に見られた、投資が消費とともに成長を牽引する構図は今後も継続する可能性が大きい。

世界経済は緩やかながら回復に向かう見込みであり、レアル安も手伝い、輸出の持ち直しが期待できる。2014年にかけて緩やかながら回復傾向を維持しよう（後掲第1表）。

## 2. メキシコ

### (1) 景気の現状

経済の基調は依然弱いものの、景気後退は回避

メキシコ経済の基調は依然弱い。第2四半期は、政権交代に伴う政府支出の遅れや米国を中心とする海外需要の不振により実質GDP成長率は前年比+1.6%、前期比でみると▲0.6%と4年ぶりにマイナス成長となった。第3四半期の成長率は前年比+1.3%にとどまったが、前期比でみると+0.8%と景気後退（2四半期連続のマイナス成長）を回避した。

第3四半期の成長率を産業部門別にみると、第2次産業が前年比▲0.6%と3四半期連続のマイナス成長となり、全体を引き下げた（第7図）。鉱業（同▲1.8%）および建設業（同▲6.9%）の低迷が長引いている。

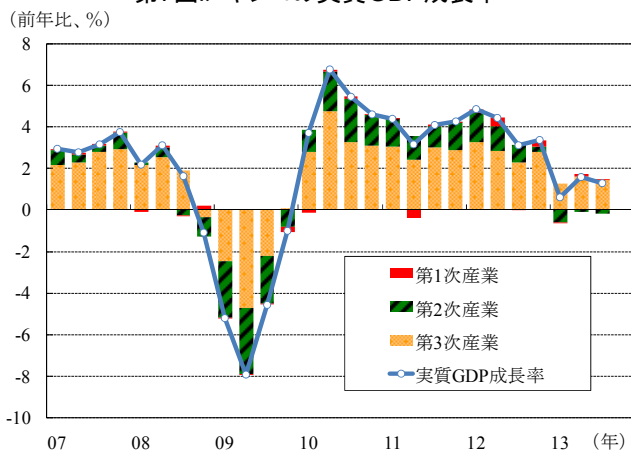
経済活動指数の推移をみると、7月および8月に上昇した後、9月は低下した。9月には2つのハリケーンがメキシコを直撃し、広範囲な被害と生産活動の停滞をもたらした。政府はハリケーン被害により今年の成長率は0.1%引き下げられると試算している。

消費マインドは悪化しており、消費は依然低調である（第8図）。第3四半期の小売売上高は前期比▲0.1%となった。他方、鉱工業生産は下げ止まりつつあり、輸出は6月以降増加傾向が顕著となってきた（第9図）。第3四半期の輸出は前期比+2.7%と持ち直した。10月の自動車生産台数は28.5万台と12ヵ月ぶりに月間生産台数の最高記録を更新（第10図）、好調な米国新車販売とようやく足並みが揃ってきた。

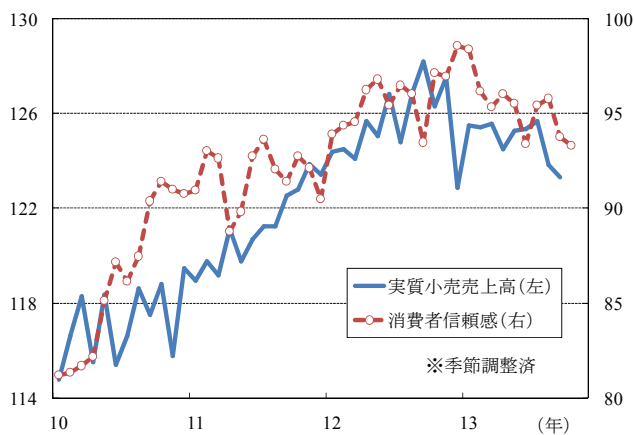
景気下振れリスクを勘案し、中銀は9月以降、計0.5%ポイントの利下げを実施

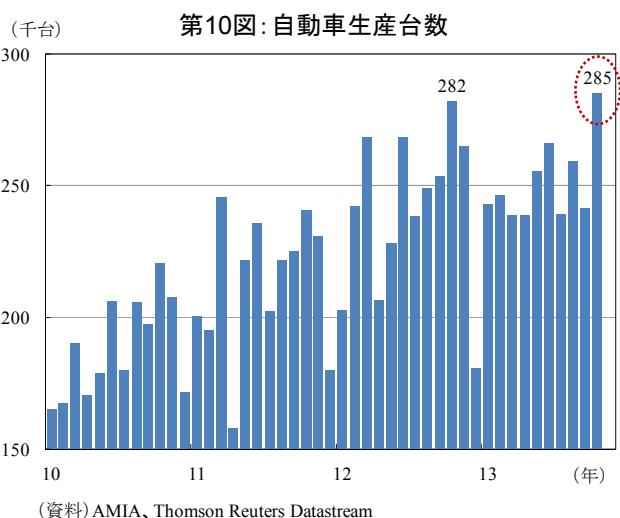
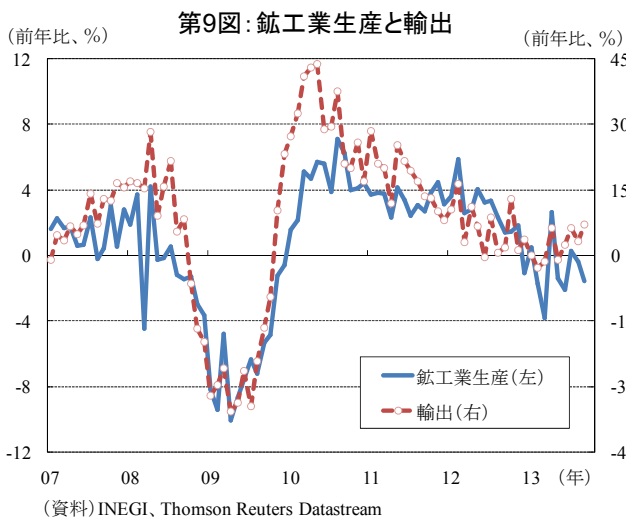
10月の消費者物価上昇率は前年比+3.4%と、5月以降、6ヵ月連続で前月の伸びを下回った（第11図）。メキシコ中銀は景気の下振れリスクを勘案し、9月、10月と2会合連続で合計0.5%ポイントの利下げを行い、政策金利を年3.5%とした。10月の利下げ後、中銀は一段の利下げは不要との声明を出しており、2014年半ばまで政策金利を年3.5%で据え置くと予想する。

第7図:メキシコの実質GDP成長率



第8図:実質小売売上高と消費者信頼感





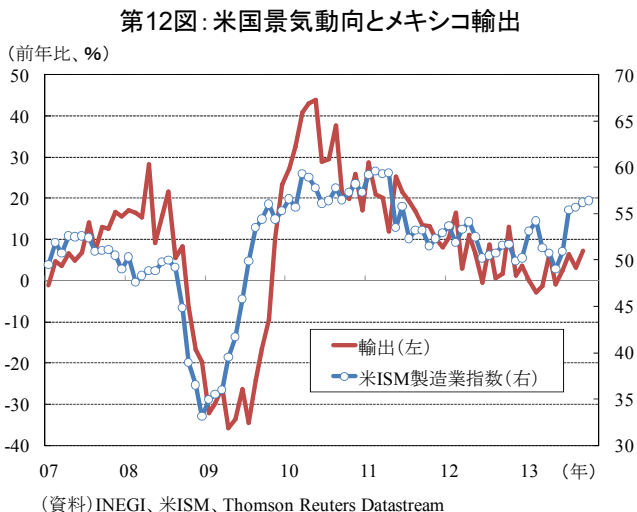
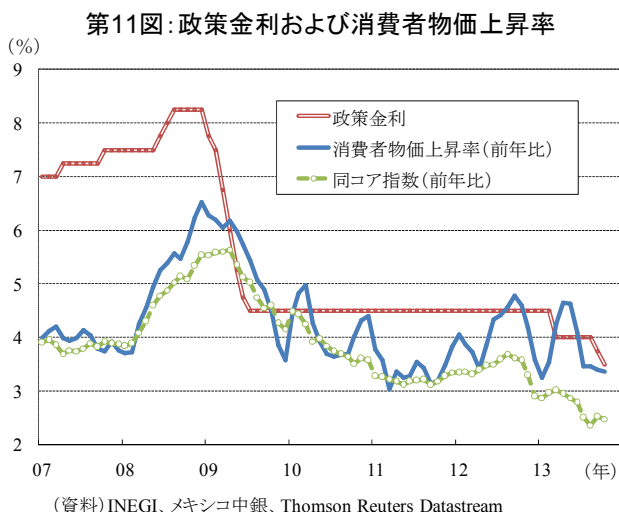
## (2) 今後の見通し

財政・金融両面からの景気刺激により下振れリスクは大幅に低下

企業や家計の景況感が冴えないことから、消費や投資の急回復は見込みにくいものの、第2四半期にマイナス成長の一因となった政府支出の遅れは解消し、ハリケーン被害への対応から逆に積極化している。一方、メキシコ中銀は9月、10月と2ヵ月連続で利下げを実施した。このように財政・金融の両面から景気刺激策が始まっており、景気下振れリスクは大幅に低下したといえる。メキシコ経済は輸出の持ち直しと投資の拡大により、2014年の実質GDP成長率は前年比+3.7%と2013年(同+1.2%：予測)を大きく上回るものとみられる。

米景気回復に伴い、輸出は加速へ

米国はメキシコの輸出の8割弱を占める圧倒的な輸出先であり、米ISM製造業景気指数はメキシコの輸出と相関性が高い(第12図)。10月の米ISM製造業景気指数は56.4と、5ヵ月連続の上昇となるとともに、2年半ぶりの高水準となった。米国の景気回復に伴い、メキシコの輸出は力強さを増すものと思われる。



構造改革推進により海外からの投資が拡大

ペニャ・ニエト大統領は、2012年12月の大統領就任以来、構造改革推進に必要な法律の整備を着実に進めている。このうち、最重要課題の一つである財政改革法案は10月末に成立し、残る最重要課題であるエネルギー改革法案は現在国会にて審議中である。エネルギー改革法案は国営石油会社である PEMEX への民間資本参入や原油・電力・ガス部門への民間投資拡大を認める内容であり、メキシコの地下資源は国に帰属すると定めた憲法の改正を要するが、年内に成立する見通しである。一連の構造改革推進により、メキシコの持つ地理的及び貿易上の優位性が改めて見直され、米州の製造及び輸出拠点として海外からの投資拡大が見込まれる。

3. アルゼンチン

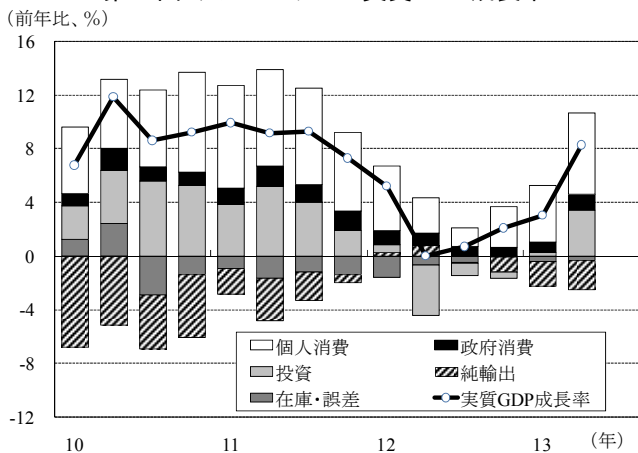
(1) 景気の現状

第3四半期は前期の高成長の反動で減速

第2四半期のアルゼンチン経済は、穀物の豊作と10月の中間選挙を意識した政策対応（拡張的な財政金融政策、所得税の課税最低限度額引き上げ、生活必需品約500品目の価格凍結など）を背景に、実質GDP成長率は前年比+8.3%と第1四半期の同+3.0%から大幅に加速した（第13図）。需要項目別にみると、純輸出は4四半期連続でマイナスとなったものの、消費が第1四半期の同+6.1%から同+9.2%へ加速し成長を牽引した。また設備投資（同+30.5%）の大幅増を背景に、投資は第1四半期の同+1.3%から同+16.2%へと急加速した。第3四半期は、引き続き消費が勢いを維持するものの、穀物輸出がピークアウトしたこともあり、高成長を記録した第2四半期からは減速したとみられる。7-9月期の経済活動指数から算出すると、第3四半期の成長率は同+4.6%と見込まれる（第14図）。

第3四半期に入り、穀物輸出のピークアウトとともに、財全体の輸出入

第13図：アルゼンチンの実質GDP成長率



(資料)MECON, Thomson Reuters Datastream

第14図：経済活動指数



(資料)INDEC, MECON, Thomson Reuters Datastream

も鈍化した（第15図）。アルゼンチンは2001年のデフォルト以降、実質的に国際金融市場から締め出されているため、輸入は輸出で得られる外貨の範囲内に抑制することが求められている。このため政府は厳しい輸入規制を行っており、企業は必要な生産財や資本財の輸入が困難となるなど、輸入規制が供給のボトルネックとなっている。2013年前半は穀物輸出が増加していたことから、輸入規制は一時的に緩和されていたが、穀物輸出のピークアウトとともに緩和が解消された可能性がある。

**実態は年率 20%を超えるインフレが長期化**

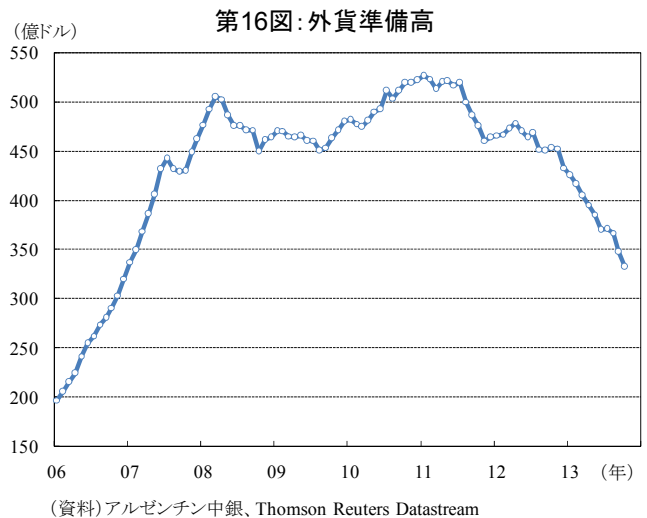
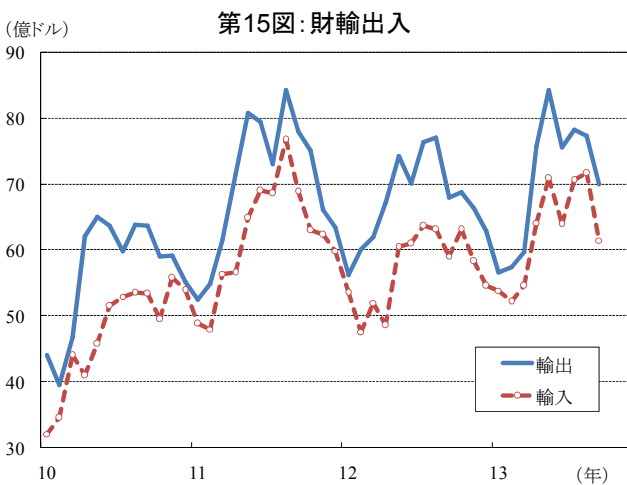
インフレは依然として終息していない。政府が発表しているインフレ率は10%強であるが、実態は年率20%を超えるインフレが長期化しており、国民の不満が高まっている。こうしたことから政府は大手小売業等への指導により、生活必需品約500品目について、上下院の中間選挙が実施される10月を期限として価格凍結を行ってきた。選挙後、政府は12月までの価格凍結延長を決定したが、選挙後のインフレ加速を懸念した一部国民が消費を急いだことがこれまでの消費を押し上げていた一因となった可能性がある。今年9月のブラジル紙によると、ブラジルからアルゼンチンへの自動車輸出が増加した背景として、富裕層の一部がインフレによるペソ資産の目減りを防ぐために輸入自動車を購入することがあった模様である。

**(2) 今後の見通し**

**10月の中間選挙で与党は苦戦、フェルナンデス大統領三選の可能性は小さいとの見方も**

10月下旬に実施された中間選挙において与党は苦戦し、フェルナンデス大統領の三選に必要な憲法改正を可能とする議席数(上下各院の3分の2)を得ることはできなかった。しかし非改選分を含めれば、両院ともに辛うじて与党が過半数を維持した。

フェルナンデス大統領の三選の可能性は小さいとの見方から、次期大統領



領がビジネス・フレンドリーであることを期待して、アルゼンチンの株式市場は8月に実施された予備選挙（与党敗北）の前後から急騰した。予備選挙の前営業日（8月9日）から中間選挙の前営業日（10月25日）までの代表的な株価指数であるメルバル指数の上昇率は実に52.9%に達した。しかし中間選挙後、メルバル指数の上昇は一服し、不安定な動きとなっている。フェルナンデス大統領の残り2年の任期における政策運営方針の不透明感を映じていると思われる。

**選挙対策のばら撒き政策は徐々に縮小、消費は減速へ**

前述の通り、生活必需品約500品目の価格凍結は期限が年末まで延長されたが、中間選挙での大勝を狙いこれまで実施してきた政策（ばら撒き）は、財政収支の悪化から徐々に縮小される可能性が高く、これに伴い、消費は減速するものと思われる。

**外貨準備減少抑制のため、今後輸入規制などが強化される公算も**

10月末の外貨準備高は、財・サービス輸入額の4.5ヵ月分に相当する332億ドルと、前年比120億ドル（26.6%）減少した（第16図）。対外公的債務の返済原資として外貨準備を使用したことにより減少した側面があるものの、政府は想定外の外貨準備減少を抑制するため、海外での買物に対する規制（課税率引き上げ及び購入額制限）や輸入規制の一段の厳格化を実施することが考えられる。輸入規制の厳格化は生産活動に悪影響を及ぼすものと思われる。

以上より、今後の政策運営は不透明な部分が多いものの、消費刺激策の縮小や輸入規制強化など消費や生産を抑制する政策が実施される可能性があることから、アルゼンチン経済は減速し、2014年の成長率は前年比+2.2%と2013年（同+4.2%：予測）を下回るものとみられる。

**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(億米ドル)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
ブラジル	0.9	2.5	2.6	5.4	6.2	5.9	▲ 542	▲ 764	▲ 760
メキシコ	3.8	1.2	3.7	4.1	3.7	3.7	▲ 142	▲ 213	▲ 200
アルゼンチン	1.9	4.2	2.2	10.0	10.7	11.5	▲ 1	▲ 8	▲ 16
中南米全体(注)	2.7	2.6	3.1	7.2	7.7	7.5	▲ 863	▲ 1,219	▲ 1,206

(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2012年のドル建て名目GDPによる。2012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 加藤 淳)

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、宜しくお願ひ申し上げます。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。