

中南米経済の見通し

～政策対応などから緩慢ながらもプラス成長を維持～

1. 中南米全般

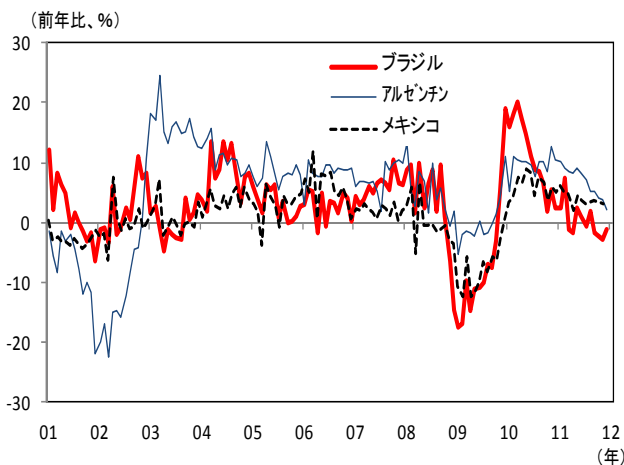
景気は減速傾向、輸出と生産の伸び悩みが鮮明に

中南米主要 3 カ国の景気は、総じて 2011 年後半から 2012 年初にかけて減速傾向で推移している。欧州をはじめ世界経済の成長ペース鈍化を背景に輸出と生産の伸び悩みが鮮明となった。とくに、ブラジルは年央にかけての金融引き締めにより、個人消費や投資の拡大ペースが鈍化し、内外需ともに勢いを欠いたため、経済成長の減速が目立っている。また、消費者物価上昇率は、ブラジル・アルゼンチンでは、緩やかに低下しながらも高水準を維持する一方、メキシコでは、食品・エネルギー価格の下落、為替相場上昇による輸入物価の安定などを背景に中央銀行のインフレターゲット（3%±1%）の範囲内で推移している。

ブラジルは内外需の減速により成長率が低下傾向

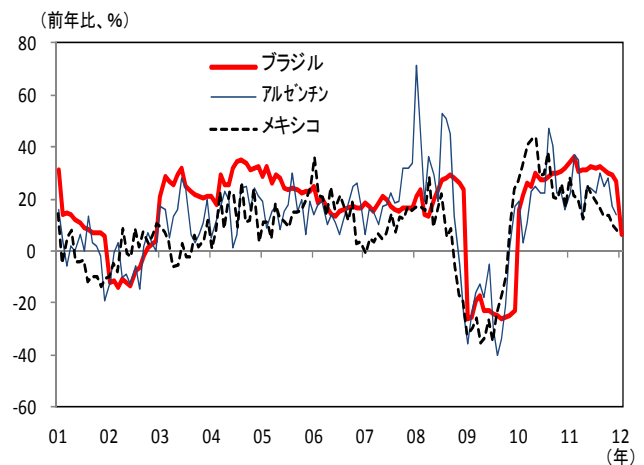
ブラジルは、2011 年前半にかけての金融引き締めの効果から内需の伸び鈍化が顕著になったほか、世界的な景気減速を背景に輸出が減速傾向で推移したため、実質 GDP 成長率は低下傾向で推移した。2012 年に入ってから、輸出の伸びの急低下や消費者物価の一段の安定など、速報

第 1 図：主要 3 カ国の鉱工業生産の推移



(資料) 各国統計局、中央銀行等

第 2 図：主要 3 カ国の輸出の推移



(資料) 各国統計局、中央銀行等

金融緩和の効果もあり、2012年半ば以降ブラジル景気は持ち直しへ

性の高い指標をみる限りは、景気減速が続いている模様である。景気の減速が続くなか、インフレが落ち着きつつあることなどから、中央銀行は2011年8月以降2012年1月の決定会合まで、4回連続で利下げを実施した。一方、成長ペースは鈍化しているものの、失業率は歴史的低水準にあり、また、実質賃金が増加傾向で推移していることに加え、2012年の最低賃金は過去5年で最大の上昇が見込まれるなど、家計の所得環境は比較的良好である。中央銀行はすでに政策金利を2%ポイント引き下げており、金利低下の効果などから、年央以降、景気は持ち直しに転じよう。

メキシコは米国景気の緩やかな持ち直しにつれ徐々に回復

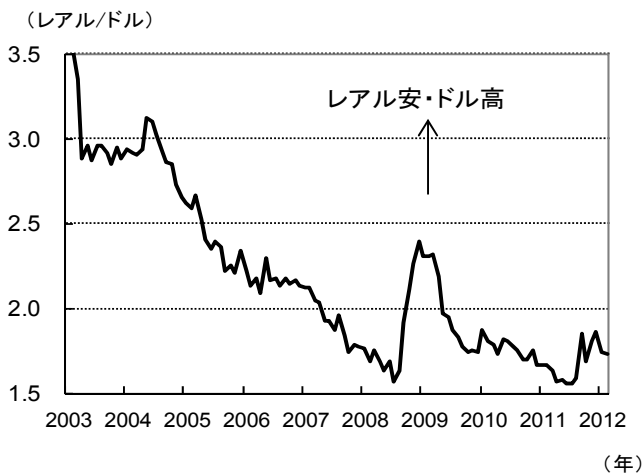
メキシコは、輸出の8割を占める米国経済の成長が力強さを欠いていることなどから、冴えない景気展開が続いているが、自動車販売など消費関連指標の一部は依然高い伸びを示しており、内需は比較的底堅く推移しているとみられる。2012年は米国景気が緩やかに持ち直すこと、および原油価格が高止まりを続けるとみられることから、メキシコの成長率も持ち直しに転じる公算が大きい。

アルゼンチンは通貨安や保護貿易により減速に歯止め

アルゼンチンは、輸出や生産の伸び鈍化に加え、建設活動の増加ペースが低下するなど、景気にピークアウトの兆候がみられる。ただし、2012年は世界景気の悪化に歯止めがかかるうえ、これまでの通貨安や政府の保護貿易政策の効果などにより、主力の一次産品を中心に輸出の回復が見込まれるため、年半ばには景気の減速に歯止めがかかる。

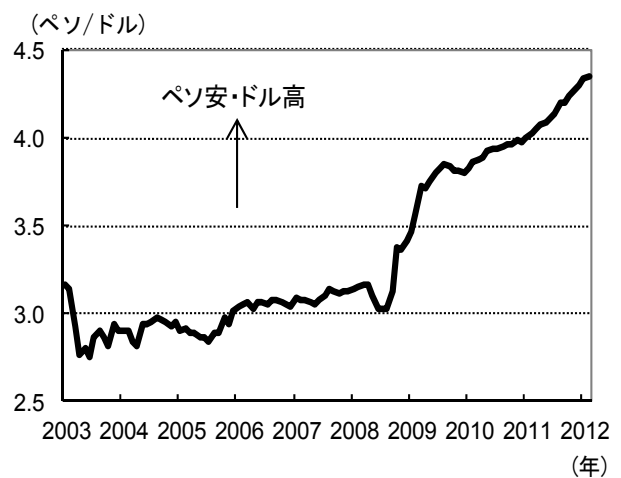
以上を総合すると、中南米主要3カ国の経済は、この先景気後退に陥る事態は避けられ、全体としてみれば年央を底に徐々に持ち直しに向かうとみられる。ただし、成長ペースはリーマン危機前を下回る緩やかなものとなる公算が大きい。

第3図：ブラジル・リアル相場の推移



(資料) IMF (IFS)、ブラジル中央銀行

第4図：アルゼンチン・ペソ相場の推移



(資料) IMF (IFS)、ブラジル中央銀行

2. 主要国動向

(1) ブラジル

①現状

2011 年後半以降、
景気減速が鮮明に

ブラジル経済は、2011 年後半以降、景気減速が鮮明になった。第 3 四半期の実質 GDP 成長率は、世界経済の低成長を主因とする輸出の伸び悩みや、昨年来の金利の引き上げなどの影響による投資の減速などから 2.1%まで低下した。その後も、輸出や生産は低調に推移しており、経済成長は緩やかなペースにとどまっている模様である。ただし、失業率は低下を続け、消費者信頼感が高止まるなど、家計部門は一部に底堅さを維持している。一方、インフレは沈静化しつつあり、1月の消費者物価上昇率は、前年比 6.2%と中央銀行の目標上限を割り込む水準にまで低下した。

中央銀行は利下げ
を継続

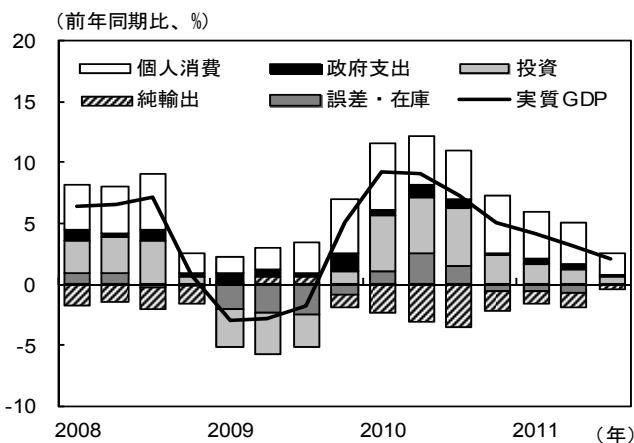
中央銀行は、このようにインフレが鎮静化に向かいつつあるなか、国内景気の減速や欧州債務問題の深刻化、先進国の低成長から受ける悪影響への配慮から金融緩和を続け、2011 年 8 月以降 2012 年 1 月までに合計で 200bps の利下げを行った（2 月 23 日時点の政策金利は 10.5%）。

リアル相場は強含
みの推移

国際収支は、貿易黒字は世界経済の減速を主因に縮小傾向で推移している。また、外資系企業の本国向け利益・配当送金の拡大を背景に所得収支が大幅な赤字となっているため、経常収支は赤字での推移が続いている。2011 年通年の経常赤字は 526 憶ドルと前年から赤字幅が拡大した。

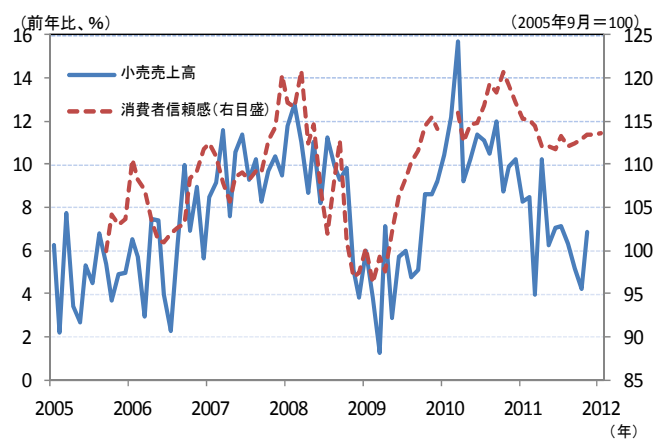
リアル相場は景気減速や金融緩和を背景に 2011 年末にかけて低下傾向で推移した。その後、株式購入時の外国為替取引に課される金融取引税の引き下げ、およびブラジル経済の先行き回復期待を主因に上昇傾向で推移している。中央銀行はリアル高に歯止めをかけるため、2012 年 2 月に入り、リアル売りの市場介入を実施した。

第 5 図：ブラジル実質 GDP 成長率



(資料) ブラジル国家統計局

第 6 図：ブラジルの小売売上高と消費マインド



(資料) ブラジル国家統計局

②今後の見通し（実体経済）

景気は減速するも、
年半ば以降徐々に回
復。通年では 3%成
長へ

景気は当面減速基調での推移が見込まれるものの、年半ば以降徐々に持ち直しに向かう公算が大きい。家計の所得環境が比較的底堅く推移するとみられるなか、これまでの金融緩和の効果などに支えられ、内需の拡大ペースが次第に速まることが予想されるためである。

債務問題の深刻化に伴い欧州景気が低迷を続けるため、外需には期待しにくいものの、他の中南米諸国に比べれば経済に占める輸出の割合が小さく内需の役割が大きいことは、ブラジル経済の強みである（第7図）。ユーロ圏を中心に欧米先進国の金融・資本市場が不安定で、一部の金融機関の貸出態度厳格化も予想されることから、過度な楽観は禁物だが、2012年の経済は深刻な落ち込みには至らず、通年で3%を幾分上回る成長を達成する見通しである。

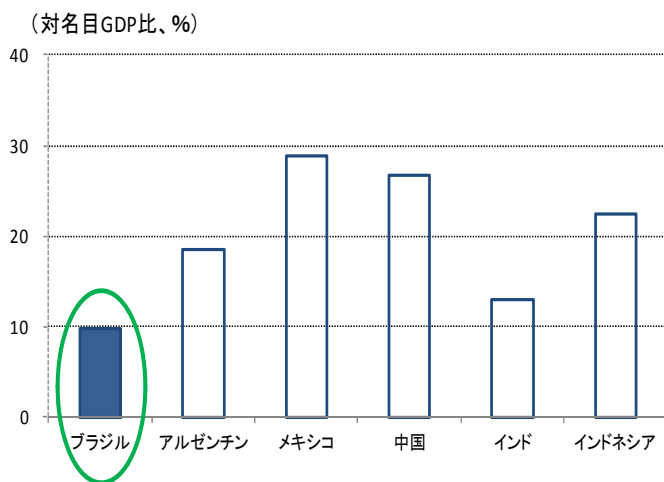
当面の景気押し上げ
要因は、家計所得と
利下げの効果

今後当面の間、経済の押し上げ要因として期待されるのは、家計所得および政策効果である。景気減速の一方で、失業率が5%近辺と歴史的低水準で推移し、実質賃金は上昇傾向を維持している。また、2012年の最低賃金は月額622リアル、前年比+14.1%と過去5年で最も高い伸びとなり、低所得者層の所得の底上げが見込まれる（第8図）。中央銀行はすでに200bpsの利下げを行っており、この先、家計の耐久財消費などを中心に金融緩和の景気刺激効果が顕在化することを勘案すると、経済は年半ば以降緩やかに持ち直しに転じよう。

中期的には、中・高
所得層の増加が経済
を下支え

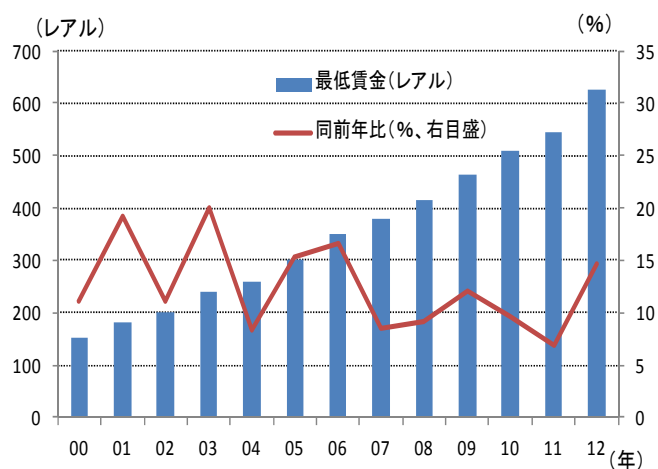
なお、こうした景気の循環的な持ち直しを支える一因となる、経済の中期的な押し上げ要素として、この先、所得階層のなかでの中・高所得層の拡大、および自動車の販売拡大が見込まれることがあげられる。

第7図：中南米主要国の輸出依存度（2010年）



（資料）IMF “Direction of Trade” 等

第8図：ブラジルの最低賃金



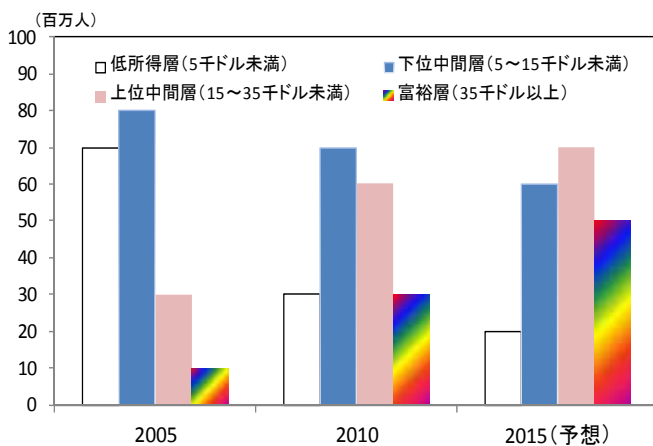
（資料）ブラジル雇用労働省

ブラジルでは、今後、中・高所得層（上位中間層および富裕層）の増加が見込まれ、2015年には主力の所得階層になると予想される（第9図）。所得の増加が富裕層に偏るアルゼンチンとは対照的に、経済全体として所得が底上げされることは、中期的な消費の押し上げ要因となろう。

自動車普及の拡大も今後の経済のプラス要因

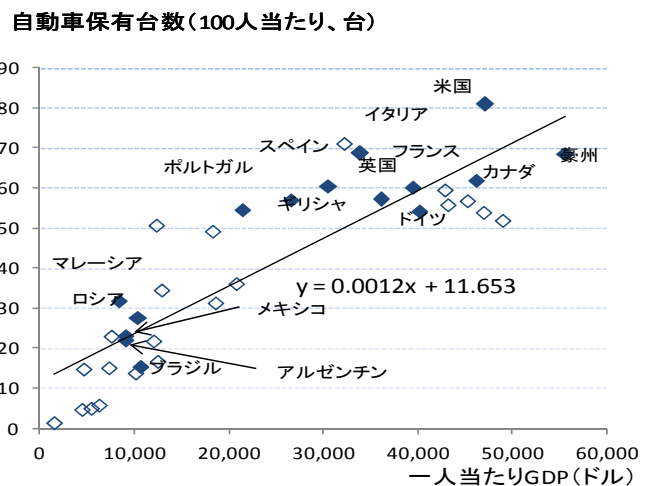
また、ブラジルは2010年に自動車生産で世界第6位、販売で同第4位の巨大市場に浮上したが、国民の自動車保有はいまだ道半ばとみられる。1人当たりGDPで測った所得水準は1万ドルを超えるレベルに達しているが、自動車保有台数は人口100人当たり15.3台と、所得水準が同程度のロシア（同27.6台）、また同じ中南米で所得水準がやや小さいメキシコ（同23.1台）、アルゼンチン（同21.9台）を大幅に下回る（第10図）。原因は、道路舗装率が5.5%と他の国と比較しても極端に低いこと、および鉄道貨物輸送のウェイトが大きいことにあると考えられる。ただし、今後サッカーワールド杯や五輪開催を前に道路整備の進展が見込まれることから、自動車保有率が高まる可能性が大きい。景気の好不調による振れは避けられないものの、普及率の上昇を追い風に、自動車販売は今後中期のスパンで趨勢的に増加を続けることが予想される。

第9図：ブラジルの所得階層別人口



(資料) 経済産業省「通商白書(2011年版)」

第10図：主要国の所得水準と自動車保有台数



(資料) World Bank “World Development Indicators”

北東アジアにとって厄介な“GCR”がブラジルには好影響

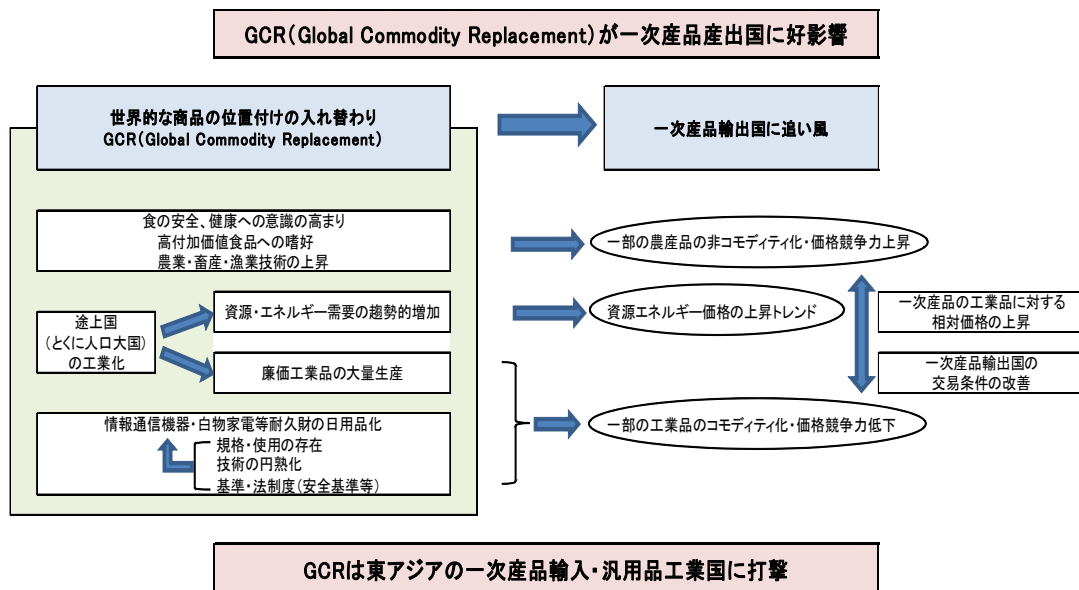
他方で、中期的な経済の押し上げ要因と同様に注目すべきブラジルの強みは、昨今の世界的な一次産品と工業品の相対価格の変化である。かつて、一次産品価格は工業品価格に比べ相対的に上昇スピードが鈍かったため、一次産品輸出国は、工業品を輸出の中心とする先進国に比べて交易条件が悪化する傾向にあった。しかし、1990年代以降に急速に進んだ中国・インドなど途上国かつ人口大国の工業化、および食に対する消費者の意識の変

一次産品の工業品
に対する相対価格
の上昇により、一
次産品輸出国の交
易条件が改善

化、通信機器・白物家電といった耐久財の日用品化などの要因により、状況は変化した。すなわち、一次産品については、農産品の一部における非コモディティ化と資源エネルギー価格の上昇トレンドが定着する一方^(注)、工業品では耐久財にコモディティ化する商品が登場した。こうした世界的な商品の位置付けの入れ替わり（Global Commodity Replacement、以下ではGCR）の進行により、一次産品の工業品に対する相対価格は上昇してきた（第11図）。この結果、ブラジルをはじめ一次産品輸出国の交易条件は改善し、対外取引の好調を通じ経済に恩恵をもたらすこととなった。GCRは、韓国をはじめ一次産品を輸入に頼り、工業品のなかでも汎用品を輸出品目の中心とする東アジア諸国の一部には打撃となる一方、ブラジルなど中南米に多く存在する一次産品輸出国にはメリットとなったのである。

(注) 一次産品価格は、リーマン危機後にみられた通り短期的には大きな価格の上下動があるが、ここでの上昇トレンドは3年、5年という中期でみた場合の動きを想定している。

第11図：GCR（Global Commodity Replacement）が生じる背景とその影響



③今後の見通し（物価、国際収支、為替相場）

インフレ率は低下
しつつも高水準

物価は、景気にやや遅行し上昇率の低下が続くと予想されるが、失業率が低水準で推移し、賃金の上昇加速が簡単に収まらない可能性が高いため、低下の度合いは緩やかにとどまる公算が大きい。消費者物価上昇率は、当面中央銀行のターゲット（前年比4.5%）を上回る推移を続け、2012年通年の上昇率は5%台半ば程度となろう。

貿易収支は、主力の一次産品を中心に小幅な黒字の持続が見込まれるが、

2012 年の貿易黒字は小幅、経常赤字は拡大へ

外資系企業の配当支払いの拡大を主因に所得収支の赤字が続くとみられるため、経常赤字は2012年通年で前年からの拡大が予想される。

レアル相場は、引き続き欧州債務問題への懸念などから不安定な動きが続こう。相場は、ブラジル経済の先行き回復期待から強含む場面もあろうが、急激な上昇に対しては当局によるレアル売り介入も想定されるため、当面の間は現状程度の水準で推移するとみられる。

④リスク要因

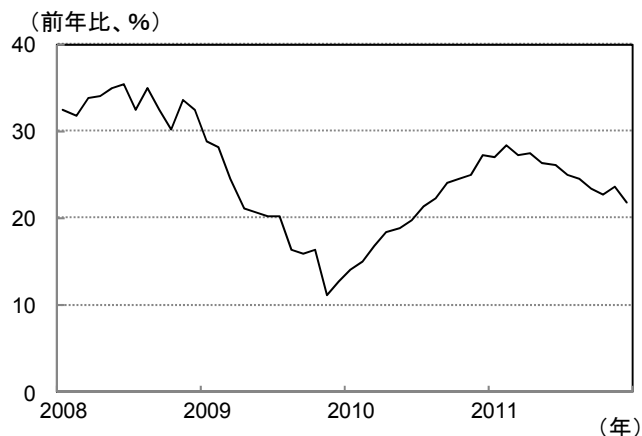
欧州系銀行の資産圧縮加速が懸念要因

今後の景気動向および現地での事業展開に関するリスク要因として以下の2点があげられる。第1点は、欧州債務問題が深刻化するなか、欧州系銀行の資産圧縮が加速する懸念である。現在、民間向け銀行貸出残高は緩やかな伸びの鈍化にとどまっており、現段階で欧州系銀行の貸出資産圧縮の動きは限定的とみられる。スペインの銀行は収益の多くをブラジルに負っているため、与信を引き上げにくいことなどが影響している可能性がある。この先、国際金融市場の更なる動揺に伴い貸出態度が急激に厳しくなる事態には引き続き注意が必要であるが、当局の追加金融緩和や、豊富な外貨準備を用いた流動性供給など対応余地が大きく、状況が悪化した際には迅速な対応が見込まれる。

自動車への課税も要警戒

第2点は、自動車に対する課税強化の動きである。政府は、自動車（完成車）に対する関税や国内課税を強化している。2012年1月にはメキシコに対し自動車関税協定の見直しを要求した。同国では、わが国をはじめ外資系自動車会社がメキシコ製自動車を多く販売しており、今後のブラジル政府の方針如何では活動に制約が生じる虞もあり、注視が必要である。

第12図：ブラジルの銀行貸出の推移(対民間部門)



(資料) ブラジル中央銀行

(2) アルゼンチン

①現状

景気はピークアウト、インフレ率は低下しつつも高水準

経済は、第3四半期の実質GDP成長率が個人消費と投資を主因に拡大基調で推移してきたが、輸出や生産の伸びの鈍化、建設活動の増加のペースの低下など、景気はピークアウトの兆候がみられる。消費者物価の上昇率は低下傾向にあるものの、依然として前年比9%を上回るペースが続いている。

国際収支面では、貿易収支は黒字を維持しているが、世界景気の減速を主因に輸出が伸び悩むなかで、黒字幅は緩やかに縮小している。このため、経常収支も徐々に赤字化しつつある。

為替相場は緩やかなペソ安基調が続いている。2011年9月以降、通貨安が加速すると、中央銀行は断続的にペソ買い・ドル売りの市場介入を実施した。介入の終了とともに、相場は再びもとの緩やかな下落基調に復している。

②見通し

経済は底割れ回避、ただし保護主義の拡大に注意が必要

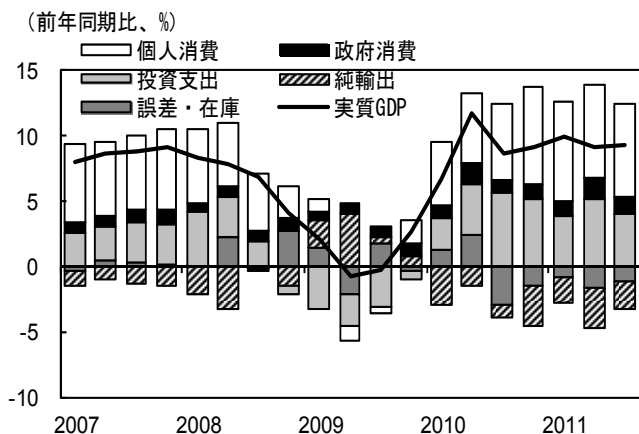
当面は景気の減速基調が続くと考えられるが、①最大の輸出相手であるブラジル景気の持ち直し、②これまでの通貨安の効果、③政府の保護貿易政策の効果などにより、主力の一次産品を中心に輸出の回復が見込まれるため、この先、年半ば以降は景気の減速に歯止めがかかろう。ただし、2012年通年の実質GDP成長率は前年比4.8%とリーマン危機前の5年間の平均(8.4%)を大きく下回る水準にとどまる見通しである。

消費者物価上昇率は、景気減速を背景に低下が見込まれるものの、内需が比較的底堅く労働需給のひっ迫が続くなか、賃金の引き上げも想定されるため、低下の度合いは小幅にとどまり相対的に高水準で推移しよう。2012年平均では前年比10.0%と2桁台のインフレが続く公算が高い。

国際収支は、貿易収支が黒字の縮小もしくは若干の赤字化が見込まれることから、すでに黒字が縮小傾向にある経常収支は、2012年通年では小幅の赤字に転じることが予想される。

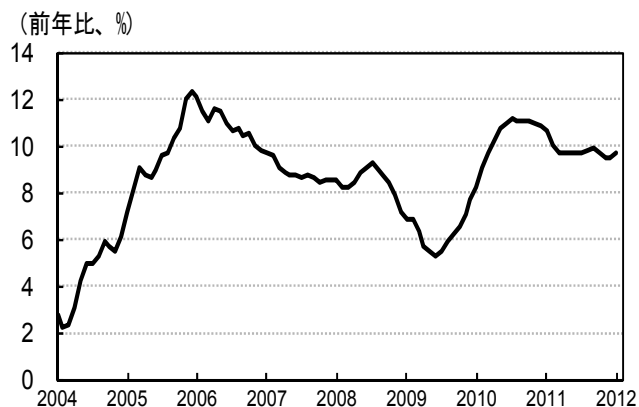
政府は、新体制の下、引き続き民間経済活動への介入、対外取引規制の強化を継続している。自動車産業への輸出入均等の強制に続き、2012年に入り、自動車や二輪車の内国税課税対象基準額引き下げを決定した。さらに、すべての消費財の輸入取引に対して事前に宣誓供述書の提出を義務付ける方針を表明している。経済は、こうした保護主義的かつ強権的な経済政策に支えられている面が多分にあり、景気の先行き不透明感が払拭されないなか、内向きの政策が加速するリスクに対しては引き続き注意が必要である。

第 13 図：アルゼンチン実質 GDP 成長率



(資料) アルゼンチン経済省

第 14 図：アルゼンチンの消費者物価



(資料) アルゼンチン国家統計局

(3) メキシコ

①現状

外需を主因に景気は減速、物価は安定

メキシコは、2011 年第 3 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 4.5%と前期 (同 3.3%) から上昇するなど、年半ば過ぎまで堅調な景気拡大が続いた。その後第 4 四半期の成長率は同 3.7%と前期から低下しつつも高めの水準を維持した。また、自動車販売など消費関連指標の一部は高い伸びを示しており、内需は一本調子ではないものの、比較的底堅く推移している様子が窺える。一方で、米国経済の拡大に力強さがなくなどから、輸出の伸び悩みが顕著になり、全体としてみれば景気は減速に向かっている。

消費者物価は、2011 年以降食品・エネルギー価格の下落、為替相場上昇による輸入物価の安定などを背景に上昇率は低下傾向にあり、中央銀行のインフレターゲット (3%±1%) の範囲内で推移している。

国際収支は、輸出の伸び悩みにより貿易収支が年後半に基調として赤字となったため、経常収支も赤字が続いている。一方、資本収支は、内需の底堅さおよび先行きの成長期待などを主因に資本の流入が続いている。

為替相場は投資家のリスク回避姿勢の強まりからペソが売られ、2011 年終盤には 1 ドル=13 ペソ台で推移していたが、2012 年に入り幾分強含み 1 ドル=12 ペソ台を回復する場面がみられた。

②見通し

米国経済の回復と原油価格の高止まりで、かろうじて 3%台を維持

メキシコ経済を左右する米国の景気は、今後脆弱性を抱えながら緩やかな回復を続け、また、同様に重要な要素である原油価格も 1 バレル=100 ドル近辺と比較的高水準で推移する見通しである。このため、メキシコ経済は深刻な落ち込みを回避し、持ち直しに転じよう。2012 年の実質 GDP

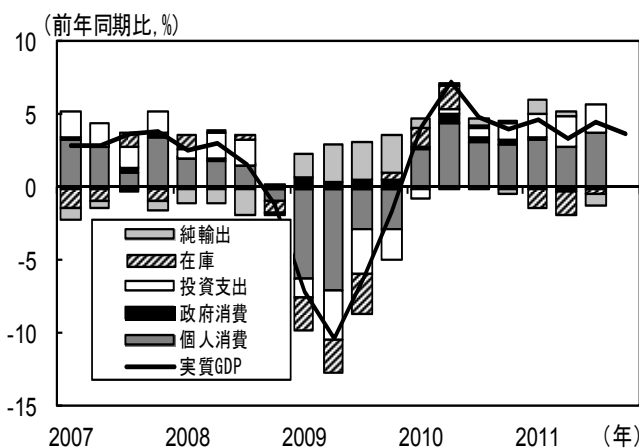
成長率は2011年の3.9%から低下するものの、かろうじて3%台を維持すると予想する。

消費者物価上昇率は、今後の景気回復が緩慢にとどまるとみられることから3%台で安定的に推移することが見込まれる。

国際収支面では、2012年は内需の鈍化に伴い貿易赤字の拡大に歯止めがかかるとみられるが、所得収支が赤字傾向で推移し、経常赤字も通年では2011年から若干拡大しよう。

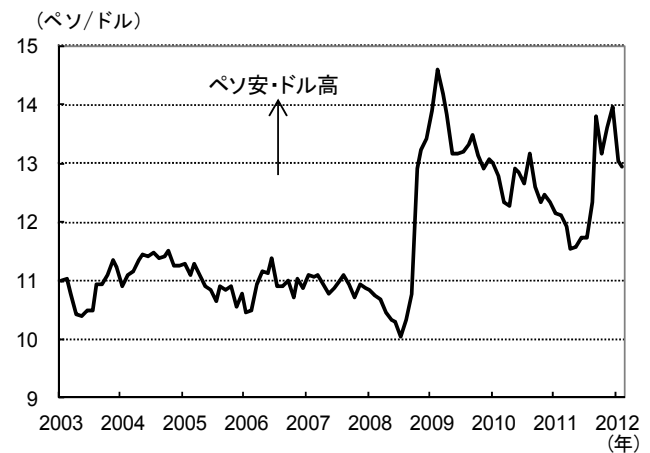
なお、本邦大手自動車メーカーの工場新設が予定されており、中期的に自動車生産拡大が視野に入っている。こうした状況下、既述の通りブラジル政府がメキシコに対し自動車関税協定の見直しを要求している点は、今後の不確定要因といえ注視が必要である。

第15図：メキシコ実質GDP成長率



(資料) メキシコ国家統計局

第16図：メキシコ・ペソ相場の推移



(資料) IMF(IFS)、メキシコ中央銀行

第 1 表：中南米諸国の経済見通し

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支(億米ドル)		
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
ブラジル	7.5	3.0	3.4	5.9	6.5	5.6	▲475	▲526	▲600
アルゼンチン	9.2	9.2	4.8	10.9	9.8	10.0	30	7	▲20
メキシコ	5.4	3.9	3.2	4.4	3.4	3.3	▲57	▲85	▲160
中南米全体(注)	6.1	4.4	3.8	5.9	7.0	6.2	▲517	▲567	▲860

(注)全体の数値は14か国の統計に基づく(各国の比重は2007年の名目GDP値をベース)、消費者物価上昇率は3か国の加重平均値

(2010年のすべての系列、および2011年の消費者物価とメキシコの実質GDP成長率は実績値。その他2011年の系列と2012年は予想値)

(国際通貨研究所 中村 明)

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<http://www.bk.mufg.jp/>でもご覧いただけます。