

中南米経済の見通し

～緩慢な回復とインフレが続くブラジル、先行きの不安高まる
アルゼンチン、構造改革が好感されるメキシコ～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

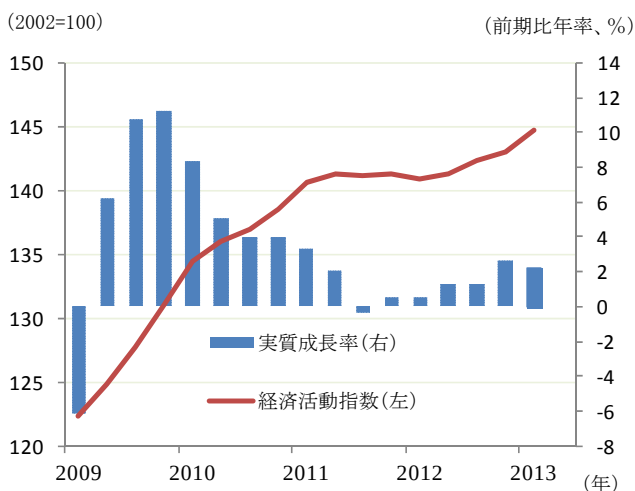
景気は消費主導の
拡大が続く。外需は
なお不振

2012 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.9%と低い伸びに留まった。景気
拡大に貢献したのは消費（個人、政府）だけで、純輸出、固定投資、在庫
投資はマイナス寄与、純輸出の寄与度はほとんどゼロであった。

四半期データをみると、成長率は低いながらも回復してきている。昨年
10－12 月期は前期比年率で+2.6%と 6 四半期ぶりに 2%を上回った。1－3
月期はやや減速し同+2.2%となったが、2%台を維持している（第 1 図）。

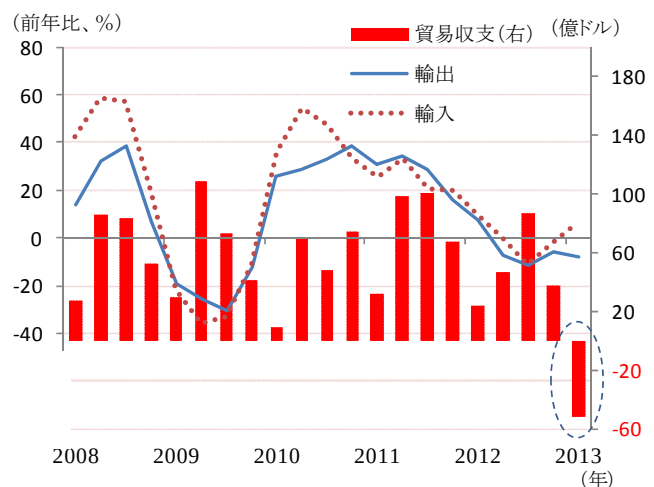
成長の主役は、これまで断続的に実施されてきた減税と、最低賃金の引
き上げに助けられた消費である。輸出は 1－3 月期も金額ベースでは減少
しており、四半期ベースの貿易収支は 12 年ぶりに赤字に転落した（第 2
図）。設備投資も、建設財の一角に拡大の兆しがみられるが、まだ明確な
回復の動きは確認できない。

第1図: 実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第2図: 貿易取引



(資料) Thomson Reuters Datastream

消費刺激を続けた副作用でインフレ率が上昇。中央銀行は合計 0.75% の利上げを実施。政策金利は 8.0% に

しかし、景気浮揚のため消費を刺激し続けた副作用は、予想外に早いインフレ率の上昇となって現れた。消費者物価上昇率は年明け早々から 6% 台に上昇し、3 月には政府の年間インフレ目標の上限である 6.5% を上回った（第 3 図）。インフレ率上昇の背景には天候不順による食料品価格の高騰という一時的要因もあったが、サービス業での人件費上昇という構造的な要因も大きい。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とどまっているのは、その表れだ。加えて最低賃金の上昇率が高めに維持されているため、生産性上昇率が限られているサービス業では価格に転嫁されやすい。インフレ率の上昇を受け、ブラジル中央銀行は 4 月に 0.25% ポイントの利上げの後、5 月には 0.5% ポイントの追加利上げを実施し、政策金利を 8.0% とした。

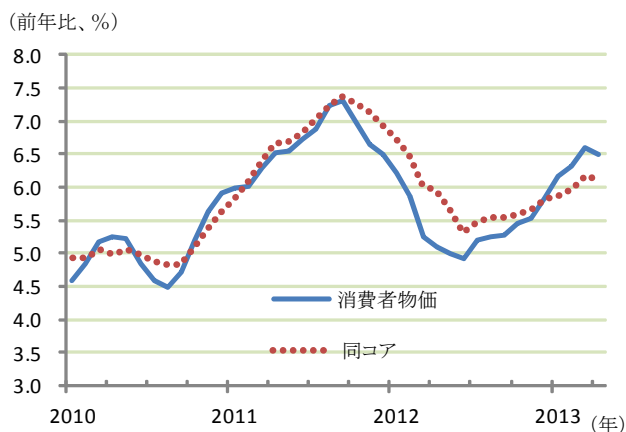
経常赤字が拡大。
今後の動向には注意が必要

消費に頼った景気回復は、経常収支の悪化にもつながっている。足元半年間の赤字幅は 450 億ドルと、年間赤字幅に匹敵する金額に膨らんでいる。近年、ブラジルには多額の直接投資が流入し、直接投資だけで経常赤字を賄っていたが、足元ではその構図にも変化が出ている（第 1 表）。

もちろん、ポートフォリオ投資や借入による外貨流入が続いているうえ、外貨準備も潤沢なため、外貨獲得に不安があるわけではない。もっとも、世界経済を見渡すと、資源ブームが一巡しつつあると言われる中、ブラジルへの資源開発投資も今後は鈍化していく可能性がある。少なくとも従来のような増加ペースを維持することは難しいだろう。

ブラジルが 2000 年代以降享受してきた「消費拡大に伴う経常赤字拡大を海外からの投資でファイナンスする」という成長パターンは、今後転機を迎える可能性がある。ブラジルの中長期的な成長力への影響も含め、国際収支動向に注目する必要があるだろう。

第3図：消費者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

第1表：国際収支

(億ドル)

	2011	2012	2012		2013
			7-9	10-12	1-3
経常収支	-525	-542	-89	-201	-245
直接投資	667	653	179	177	133
ポートフォリオ投資	353	88	33	31	71
その他	78	-50	-46	-85	141
総合収支	573	148	77	-79	96

(資料) Thomson Reuters Datastream



三菱東京UFJ銀行

(2) 2013 年以降の見通し

景気とインフレ両面への配慮が求められるブラジル

世界経済に明るさが戻ってきているとはいえ資源需要の回復は鈍く、今後も輸出の急回復は望みにくい。そして上述のとおりインフレと経常赤字問題が浮上してきており、従前のように減税等で消費刺激策を続けることも難しくなっている。ブラジルは、景気とインフレ両面への対処が必要な局面を迎えている。

景気浮揚のためだけでなくインフレを抑制するためにも、ブラジルはインフラ投資も含め投資主導の経済になることが望ましい。そのための努力も続けられている。ブラジル議会は 5 月、港湾設備への民間資本の参入を認める改革法案を承認した。ブラジルの港湾、道路、公共交通機関は慢性的な投資不足に悩んでおり、経済活動の深刻な制約となっている。港湾設備への民活導入は、その解消のための重要な一歩といえる。また、来年のサッカー・ワールドカップ開催のための公共交通機関整備が遅れており、今後は突貫工事で建設が進められることになっている。

インフラ投資も短期間に集中するとインフレ要因に。

こうしたインフラ投資は景気の下支え材料となるものの、生産のボトルネックが多いブラジルで短期間に投資が集中すると、資材や労働需給のひっ迫からインフレ要因になりやすい。

インフレと利上げが制約要因となり、2013 年 2.5%、2014 年 3.3%成長を予測

ブラジル政府が公共事業や減税という景気刺激策を打つ一方、中央銀行はインフレ対策のため利上げを続けることになろう。但し、景気への配慮も必要なことから利上げは短期間に行われると思われ、年内に後 0.25%ポイントの利上げを 2 回、政策金利は 8.5%まで引き上げられると予想している。

高止まりするインフレは実質購買力低下を招き消費の抑制要因となるほか利上げは民間投資への制約材料となろう。この結果、景気回復は緩やかなペースとなり、潜在成長率とされる 4%に達するのは 2015 年以降となろう（後掲第 3 表）。

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 レアル近辺の狭いレンジ内で安定するように「管理」している。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

2012 年成長率は 1.9%に鈍化。年明け後はやや持ち直し

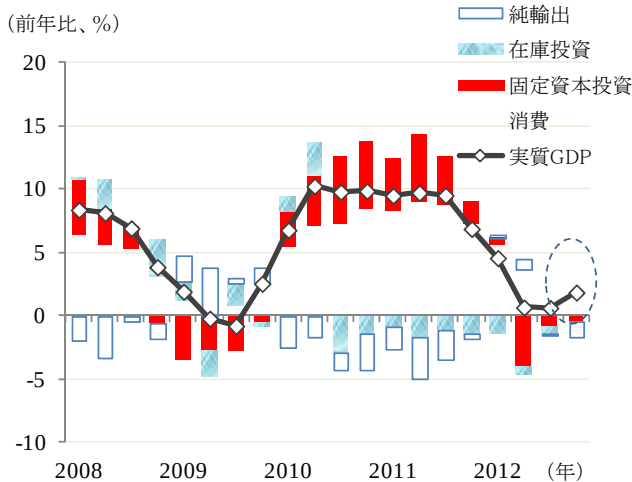
2012 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.9%に減速したが、足元では持ち直しの動きがみられる（第 4 図）。生産面では穀物生産が不作だった昨シーズン（2011/12 年）から回復している。需要面では、個人消費が昨年 7-9 月期を底に徐々に回復してきている。しかし、消費の増加は、2013 年 10

月に実施される中間選挙を意識した人気取り政策によるところが少なくない。消費増の裏側で財政赤字は顕著に拡大している（第5図）。

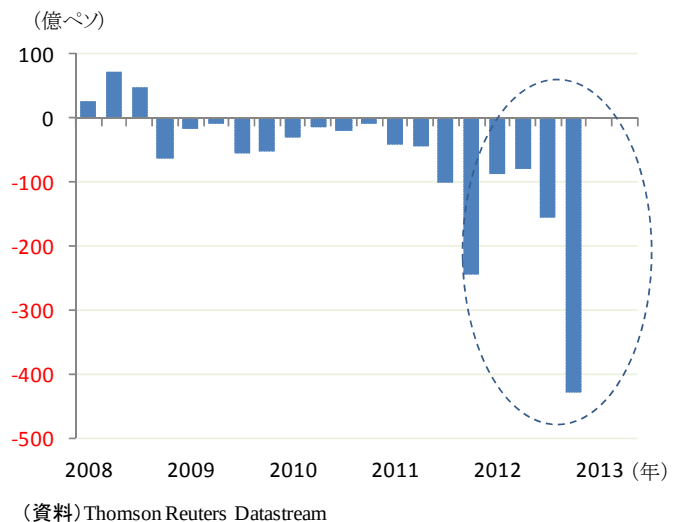
20%超のインフレが続く

拡張的な財政金融政策が採られているため、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。そこで政府は 2 月から、大手小売業者に対し値上げの凍結を「説得」する行政指導を開始した。この結果、インフレ率は多少低下したものの、却って売り惜しみや買い占めを招いている品目もあり、先行き 1 年間の期待インフレ率は 34%と悪化したままである。

第4図:実質GDP



第5図:財政収支(中央政府)



(2) 2013 年以降の見通し

成長率は小幅回復するも、先行きは極めて不透明

アルゼンチンの主力輸出産業は農業であるが、昨年は主力産品の大豆が不作で輸出量も 1 割減となっていた。2013 年は作柄もよく農産物輸出は回復し、景気拡大に貢献するだろう。だが、長年のインフレ政策は持続不可能な段階に近づきつつある。

先行き不安から資本流入も止まり、外貨準備が減少。ペソ安への圧力高まる

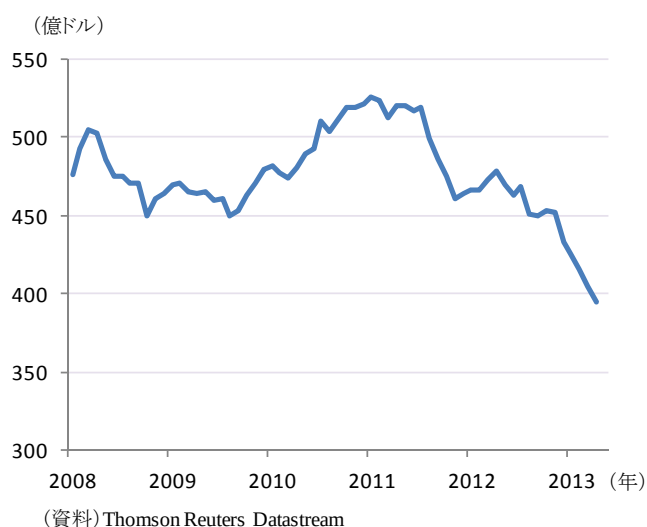
アルゼンチンの公式為替レートは年間 10%強の下落となっているが、これは 25%程度のインフレ率が続いている実態に対し明らかに過小である。この結果、同国の実質為替レートが上昇、アルゼンチン製品の価格競争力が低下している。加えて、一方的な国有化などアルゼンチンの経済運営への不信感から、海外からの資本流入は途絶えがちで、外貨準備を取り崩す状況が続いている。外貨準備はこの 2 年間で約 125 ドル、24%減少し、足元では対外債務（1,411 億ドル、2012 年末時点）の約 28%に低下している（第 6 図）。

4 月以降、デモが発生するなど政府の経済政策への不満が高まってきている。企業・消費者マインドも低迷が続いている。為替市場は経済運営

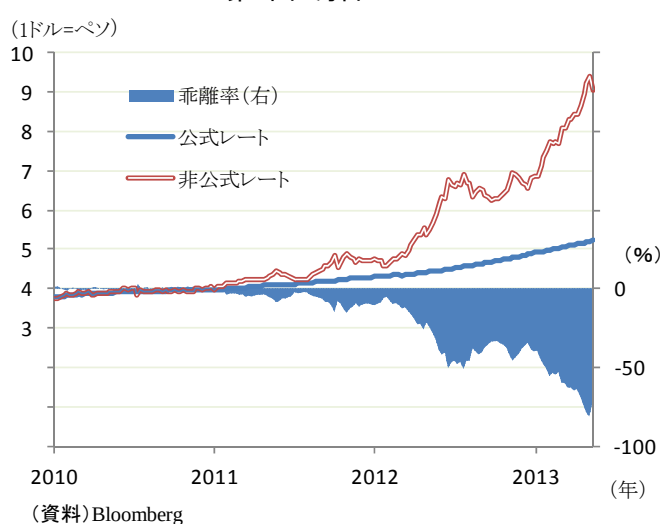
の行き詰まりを感じており、非公式レートは1ドル=9ペソ台に下落した（第7図）。政府は逃避資金への課税猶予や中国政府との外貨融通策を発表し不安の解消に努めているが、その効果は限定的だ。

支持率が低迷しているため、政府は当面、選挙目当てのバラマキ政策を続け、景気の延命を図ると考えられる。しかし選挙後は、財政金融政策を引き締め方向に修正せざるを得なくなり、現実を追認するかたちでペソの大幅な下落、それによるインフレ率の急上昇と消費・投資の減速により成長率の低下を招く可能性が高い。アルゼンチン経済は2014年に向け厳しい局面を迎えそうだ。

第6図：外貨準備高



第7図：為替レート



3. メキシコ

(1) 景気の現状

在庫調整により景
気鈍化も、今後は回
復の見通し

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、後半の成長率は同+3.3%に鈍化した。10－12 月期は在庫の成長率への寄与度が▲1.0%（前年比ベース）となっており、在庫調整がやや深くなっていたことがわかる（第2表）。この影響は消費の不振となって年明け後も残り、1－3 月期の成長率も前年比+0.8%と低迷した（速報ベース）。しかし米国景気が堅調であることに加え、消費者マインド、景気先行指数も回復していることから、4－6 月期以降、景気は徐々に立ち直っていく見通しだ（第8図）。

インフレ率は目標
を上ブレもコアは
安定

一方物価をみると、消費者物価上昇率が中央銀行が目標としている 4%を超えている（第9図）。これは、農産物、エネルギー価格の上昇と一部公共料金の引き上げによるもので、その他の物価（コア物価）は 3%近辺で推移しており、基本的には物価が安定していることを示している。中央銀行も、農産物やエネルギー価格の上昇が他分野への物価に波及していく

可能性は小さいととらえており、事実3月には政策金利の引き下げ（4.5%→4.0%）を実施している。

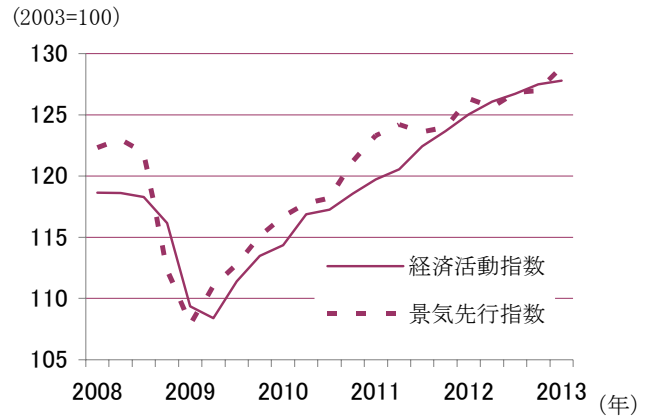
第2表：実質成長率の推移

（前年比％、寄与度）

	2011	2012	1-3	4-6	7-9	10-12
GDP	3.9	3.9	4.9	4.4	3.3	3.3
個人消費	3.0	2.3	2.9	2.6	1.5	2.4
政府消費	0.2	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0
固定資本投資	1.7	1.3	1.8	1.3	1.2	0.8
在庫	-0.9	-0.3	0.0	0.0	-0.2	-1.0
純輸出	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.5	-0.2

（資料）Thomson Reuters Datastream

第8図：景気動向



（資料）Thomson Reuters Datastream

（2）2013 年以降の見通し

米国経済に引っ張られ3%台半ばの成長へ

雇用が改善するなど米国景気の足取りがしっかりしてきているので、メキシコ経済も輸出増から投資が活発化し、それによって生まれる所得増が消費を支えるという、好循環に向かう可能性が高い。

加えて、新政権下で予想外に構造改革が進み始めた。2012年11月に労働改革法が成立し、有期雇用や残業に関する規制が緩和されたほか、2013年に入ると金融改革法が成立し、中小企業向け融資の拡充が期待できるようになってきた。通信分野の外資参入など、硬直的だった国有企業経営にも柔軟化の兆しがみえる。こうした動きを好感し、大手格付会社の一つが5月に入りメキシコの外貨建て長期国債の格付を1段階格上げした。構造改革は、民間企業の活動の幅を広げると同時に、経済の柔軟性を高めインフレへの抵抗力を高めると期待できる。

構造改革の次の重要ステップは、国営石油事業の改革

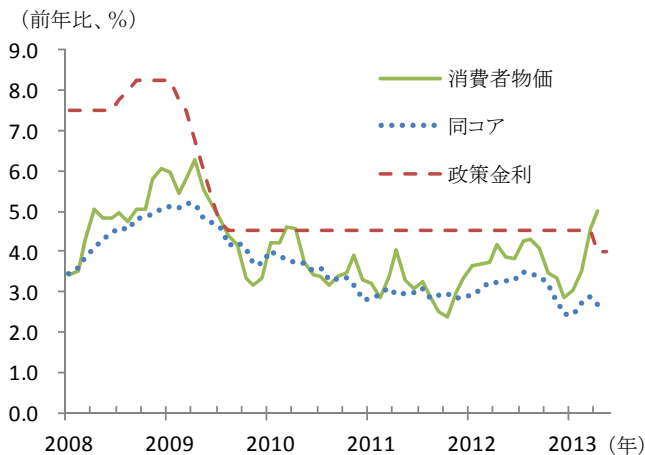
今後の構造改革の進展については、国営石油事業の改革に注目しておきたい。メキシコは豊富な石油埋蔵量があると考えられるにもかかわらず、国による非効率な経営が祟り、近年は生産量の減少が続いている。ここに改革のメスが入れば、構造改革の進展を印象づけ、メキシコに対する評価を更に高めることになるだろう。

一方、金融政策については、基本的にコア物価が落ち着いていることからメキシコ中央銀行は暫く金利据え置きを続けると予想している。2010年以降、不作などの要因によりしばしば食料品価格が上昇し消費者物価上昇率が目標上限（4%）を超えることがあったが、コアの上昇率が3%付近で安定していたので政策金利は結果的には3年以上据え置かれていた。中

中央銀行のコア重視のスタンスは変わらないだろう。

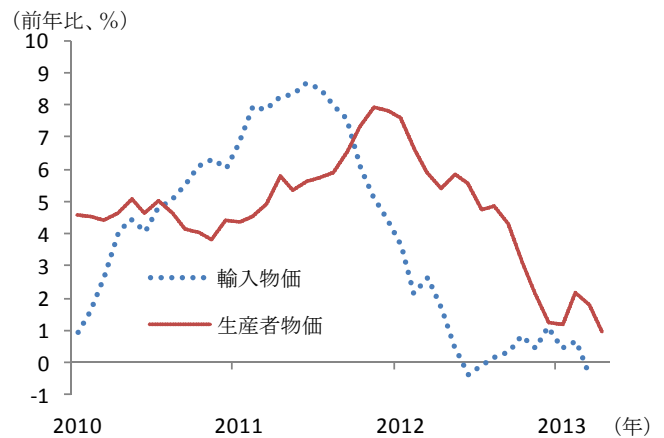
但し、メキシコ経済への評価の高まりからメキシコ・ペソ高が続いていることもあり、川上の物価指標は今後ディスインフレ傾向が再び強くなることを示唆している（第10図）。この傾向がコアに反映されてくると、再び水準訂正の利下げが検討されることもあろう。

第9図：消費者物価上昇率と政策金利



(資料) Thomson Reuters Datastream

第10図：川上の物価指標



(資料) Thomson Reuters Datastream

第3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)		
	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	3.3	5.4	5.8	5.7	▲ 542	▲ 620	▲ 650
アルゼンチン	1.9	2.2	2.0	10.0	10.5	11.0	5	10	5
メキシコ	3.9	3.2	3.7	4.1	3.7	3.7	▲ 92	▲ 130	▲ 150
中南米全体(注)	2.5	2.9	3.5	5.1	5.0	4.9	▲ 800	▲ 890	▲ 945

(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。