

中南米経済の見通し

～金利上昇が重石となるブラジル、力強さを欠くメキシコ、
蓄積した歪みの是正を迫られるアルゼンチン～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

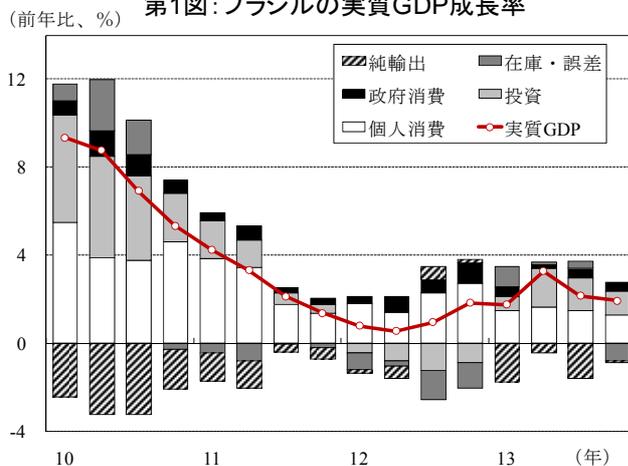
10-12 月期は前年
比+1.9%へ減速、2
四半期連続の減速

金融引き締めの影響で、ブラジル経済はかなり冷え込んできた。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+1.9%となり、2 四半期連続で減速した（第 1 図）。金利上昇は、インフレ抑制のためにブラジル中銀が 2013 年 4 月から継続する利上げの影響に加えて、5 月以降の米国の量的金融緩和縮小を巡る金融市場の流動性の逼迫を反映している（第 2 図）。

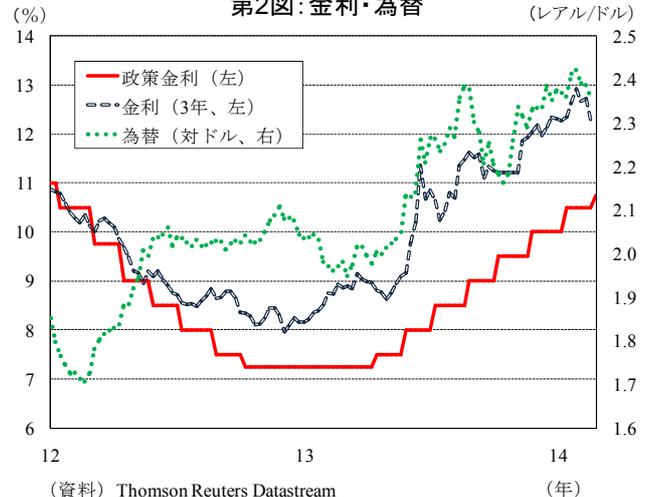
10-12 月期の実質 GDP 成長率を需要項目別にみると、GDP の 62%を占める個人消費が前年比+1.9%と前期（同+2.3%）から減速した。個人消費が同+2%未満となるのは 2004 年 1-3 月期以来のことである。また、投資は同+5.5%と 4 四半期連続で増加基調は維持したものの、増加率は 2 四半期連続で縮小した。一方、純輸出の寄与度は輸出の減速により 4 四半期連続でマイナスとなった。

なお 2013 年通年の実質 GDP 成長率は前年比+2.3%となり、2012 年の同+1.0%から回復したものの、低い伸びにとどまった。

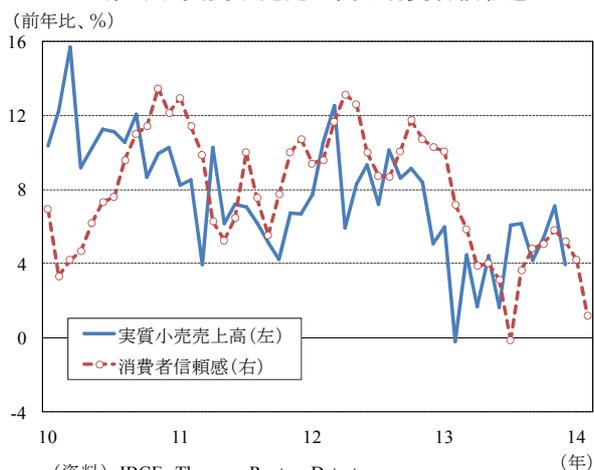
第1図:ブラジルの実質GDP成長率



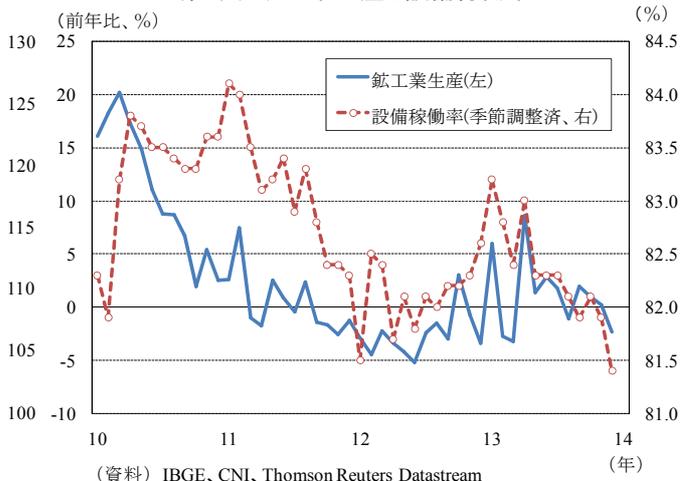
第2図:金利・為替



第3図: 実質小売売上高と消費者信頼感



第4図: 鉱工業生産と設備稼働率



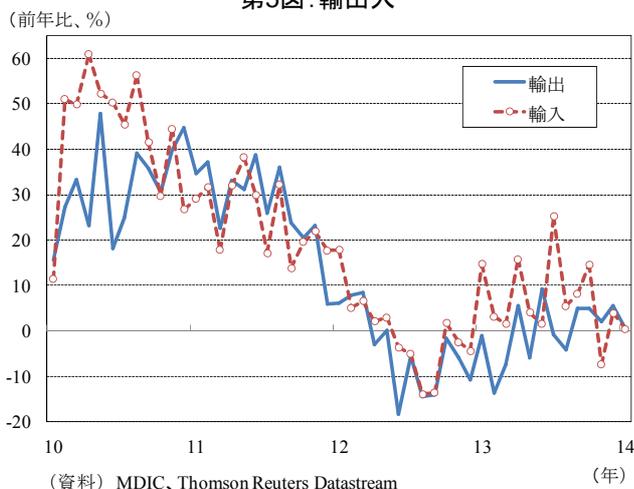
消費マインドは再び悪化、生産は低迷

小売売上高は2013年央以降、持ち直しつつあるものの、力強さを欠いている。また、昨年7月を底に上昇に転じていた消費者信頼感指数は12月以降再び低下しており、消費の下振れリスクが残る(第3図)。

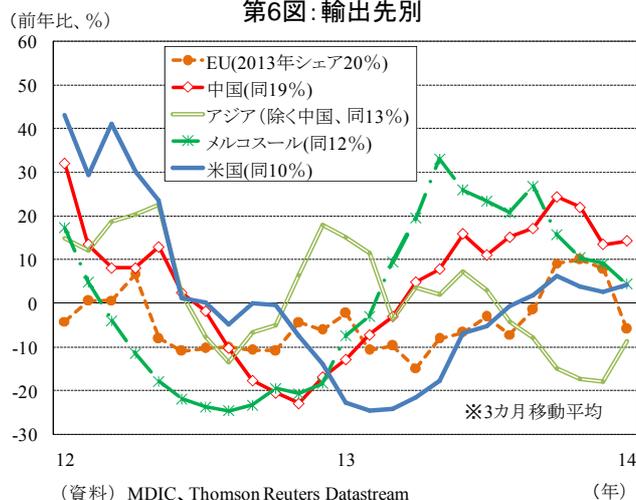
一方、2012年央より持ち直していた生産は2013年5月以降低迷している。設備稼働率(季節調整済)は2013年12月に2009年9月以来の低水準となる81.4%まで低下した(第4図)。また鉱工業生産は昨年4月をピークに減速傾向にあり、12月には前年割れ(▲2.3%)となった。前月比(季節調整済)でみると3.5%の減少となり、特に自動車は同▲17.5%の大幅減となった。新聞報道等によれば、集団休暇の利用により、一時的に生産を止めて在庫調整を図った企業が多かったとされる。

外需も力強さを欠いている。10-12月期の輸出は前年比+4.1%と緩やかな伸びに止まっている(第5図)。輸出先別にみると、EU向けは再び前

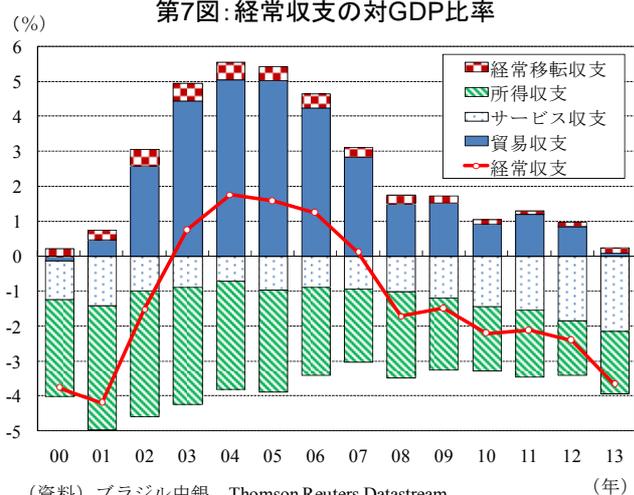
第5図: 輸出入



第6図: 輸出先別

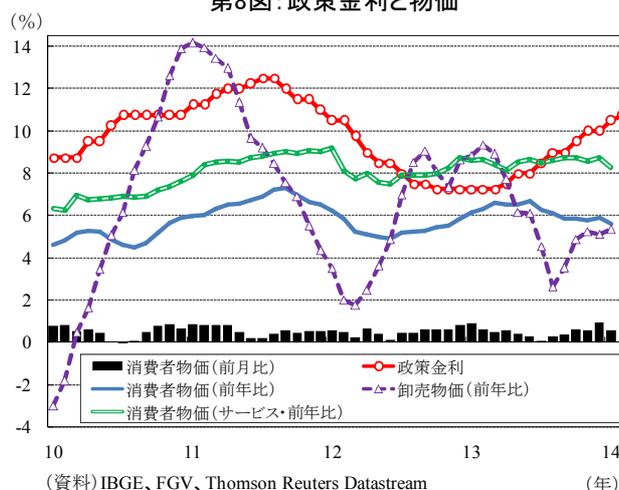


第7図：経常収支の対GDP比率



(資料) ブラジル中銀、Thomson Reuters Datastream

第8図：政策金利と物価



(資料) IBGE、FGV、Thomson Reuters Datastream

年割れとなり、中国向けは加速が一服した。またメルコスール向けは2013年央より減速傾向にある(第6図)。メルコスール向けの3分の2はアルゼンチン向けであり、アルゼンチンの景気減速や輸入規制強化の影響が表れている。

2013年の貿易黒字は前年比▲86.8%の26億ドルに急減した。貿易黒字の急減に加えて、サービス収支、所得収支の赤字拡大により2013年の経常赤字は同+50.0%の814億ドルに拡大した。2013年の経常赤字の対GDP比率は3.7%となり、前年と比べて1.3%拡大した(第7図)。

消費者物価上昇率は高止まり
中銀は政策金利を10.75%へ引き上げ

1月の消費者物価上昇率は前年比+5.6%と、直近ピークをつけた2013年6月の同+6.7%から低下したものの、なおインフレ目標の中心値である4.5%を上回る水準に高止まりしている。消費者物価のうち、サービス費目の上昇率は、逼迫する労働市場を背景に8%を上回る水準が続いている(第8図)。ブラジル中銀はインフレ抑制のために、昨年4月以降、8会合連続で合計3.5%ポイントの利上げを行い、政策金利を10.75%まで引き上げた。2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ており、今後様子見に転じる可能性がある。

(2) 今後の見通し

消費は力強さを欠く状況が続く

これまでの消費刺激のための歳出増により財政収支は悪化傾向にあり、更なる消費刺激策の実施余地は乏しい。また、2011年12月以降開始した工業製品税(IPI)の減税が徐々に縮小する。こうしたなか、今年6~7月にブラジル全土にて開催されるサッカー・ワールドカップでは、消費の喚起が期待できることから景気の底割れは回避するものの、金利上昇の影響で、消費が力強さを欠く状況は今しばらく続くものと思われる。

アルゼンチン経済の減速は輸出を下押し

アルゼンチン経済の減速は、ブラジルの輸出にとって下押し圧力として働く。アルゼンチンはブラジルにとって輸出入ともに第3位の相手国であり、ブラジルの輸出全体の8.1%、輸入の6.9%を占めている（2013年実績）。2013年はアルゼンチン向け自動車輸出が好調であったこともあり、ブラジルの対アルゼンチン貿易黒字（32億ドル）は、ブラジルの世界全体に対する貿易黒字（26億ドル）を上回った。アルゼンチン経済の減速は、2014年のブラジルの実質GDP成長率を▲0.2%ポイント程度引き下げるとみられる。

世界経済の緩やかな回復が輸出をサポート

一方で、米国の足元における天候不順の影響によりブラジルの輸出は一時的に減速する可能性があるものの、米国経済を中心とする世界経済の緩やかな回復がブラジルの輸出をサポートしよう。

米国の量的金融緩和縮小に伴い、金融市場は不安定な状況が続く

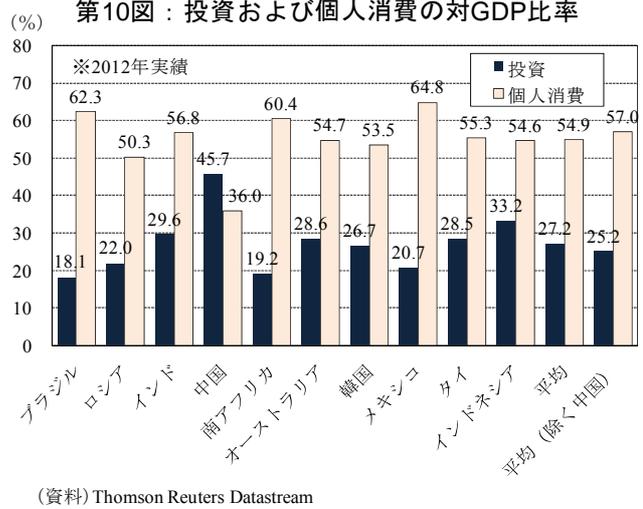
昨年5月の米国量的金融緩和縮小観測浮上以降、新興国を巡るマネーフローは不安定化した。インフレと経常赤字を抱えるブラジルは、いわゆる「フラジャイル・ファイブ」の一角として経済の先行きを不安視されている。米国の量的金融緩和縮小は、通貨安による輸出増加が期待できるが、金利上昇による消費・投資の抑制、ならびに通貨安を通じた物価上昇による消費抑制の2つの経路を通じ成長を抑制する。米国の量的金融緩和縮小は今年1月から始まったばかりであり、今後も不安定な金融環境が予想され、景気は下振れリスクを孕んでいることに注意が必要だろう。

もっとも、ブラジルはバックストップとして輸入13.8ヵ月分に相当する3,755億ドルの外貨準備を保有（2014年1月末）していることに加え、これまでの経済危機の教訓により債務全体に占める短期債務の割合を低下させるなどの債務構造の改善を図っており、資本流出リスクに対する一定の備えは存在する。また経常赤字が拡大した2013年においても、そのファイナンスには長期安定資金と考えられる対内直接投資（FDI）にて8割方カバーされている。2014年は石油生産の回復により経常赤字は縮小することが見込まれる一方、そのファイナンスとして対内直接投資（FDI）の不足分をカバーする対内証券投資については、金利水準から投資流入も期待できよう。

第9図：失業率



第10図：投資および個人消費の対GDP比率



(3) 構造的なインフレ体質の改革が課題

供給制約がもたらす構造的なインフレ体質

積極的な利上げにもかかわらず、インフレが高止まりする背景には、供給制約がもたらす構造的なインフレ体質がある。過剰な労働者保護政策により失業率は低下傾向が続いており（第9図）、予算配分において社会保障関連支出を重視する一方、公共投資不足から道路や鉄道、港湾といったインフラ基盤が十分に整備されておらず、供給力不足に陥っている。

発展段階が類似した国との比較において、ブラジルはGDPに占める投資の割合が小さい（第10図）。2012年のブラジルの投資比率はGDP比18.1%に止まる一方、第10図における10カ国の投資比率の平均は同27.2%、投資比率が突出して高い中国を除いた9カ国の平均においても同25.2%と、ブラジルよりも7%ポイント以上高い。他方、消費の割合は、ブラジルがGDP比62.3%であるのに対し、10カ国の平均は同54.9%、消費の割合が突出して低い中国を除いた9カ国の平均においても同57.0%とブラジルが5%ポイント以上高い。

ブラジルに求められる消費と投資のバランスのとれた成長モデルへの移行

現状の消費主導の成長では、過剰消費によるインフレ高進や経常収支の悪化に陥りやすい。持続成長を実現するためには、消費主導の成長モデルから、消費と投資のバランスのとれた成長モデルへの移行が必要であり、そのために構造改革の推進が求められる。

こうした課題についてはブラジル政府も十分認識しており、すでに着手している。例えば社会基盤整備については、サッカー・ワールドカップ開催や2016年の五輪開催を起爆剤に利用する形で、中期計画を策定し、民間資本も活用しながら、道路・鉄道・港湾等の整備を進めている。

国民の痛みを伴う改革の着手は容易ではないが、中国が中期的な減速局面に入り資源価格高騰の追い風が止まる環境下、ブラジル国債が投資適格

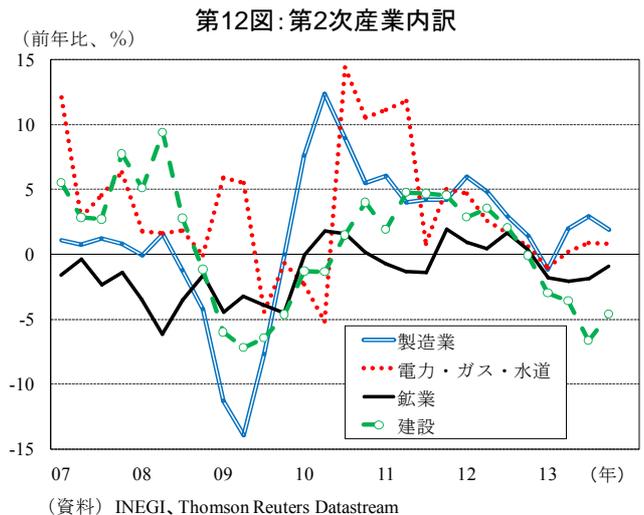
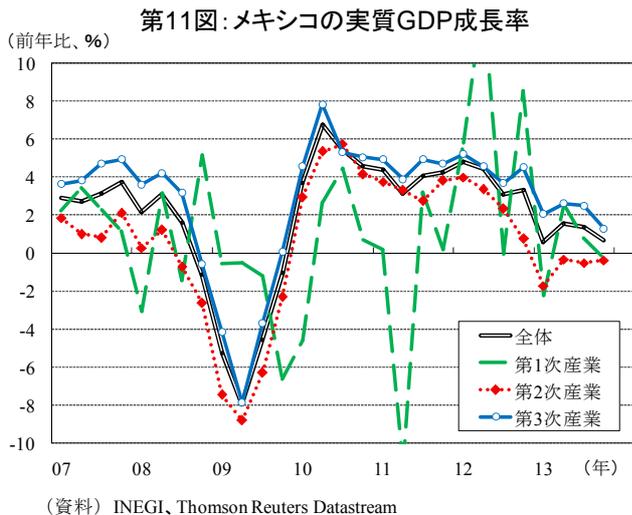
級の格付けを維持するためにも、構造改革は不可避である。そのためには構造改革を推進する意義や利点を国民にわかりやすく説明し、優遇税制などを有効に活用しながら、国を挙げて貯蓄や投資奨励を推進していくことが望ましく、その前段階としてインフレを確り抑制し、貯蓄率を高める環境を整備することが必要となる。

2. メキシコ

(1) 景気の現状

10-12 月期は前年比+0.7%の成長にとどまり、前期から減速

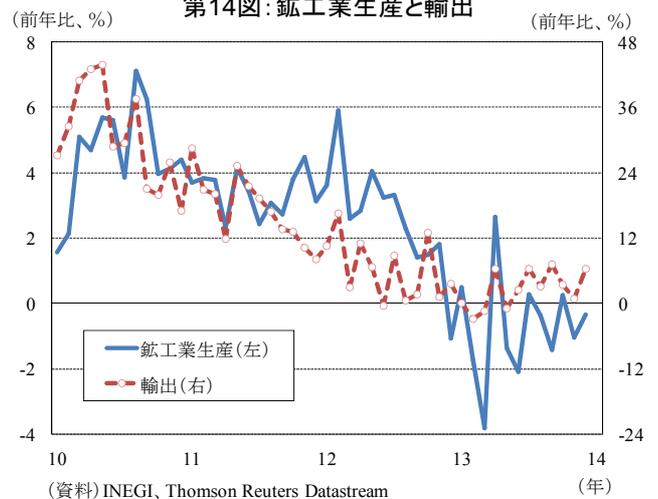
メキシコ経済の基調は依然弱い。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%となり、7-9 月期の同+1.4%から減速した（第 11 図）。産業別にみると、経済全体の 62%を占める第 3 次産業は同+1.3%と第 1 次産業、第 2 次産業がマイナス成長に陥るなか、プラス成長を維持した。もともと、2010 年から減速傾向が継続しており、最近 4 年で最低の成長率となっている。



第13図: 実質小売売上高と消費者信頼感



第14図: 鉱工業生産と輸出



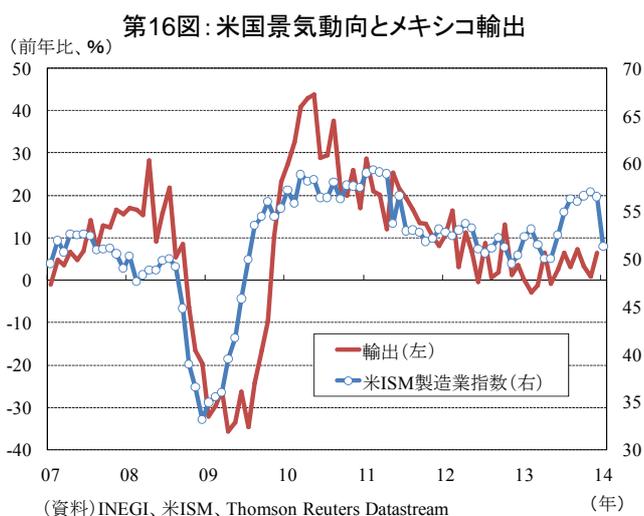
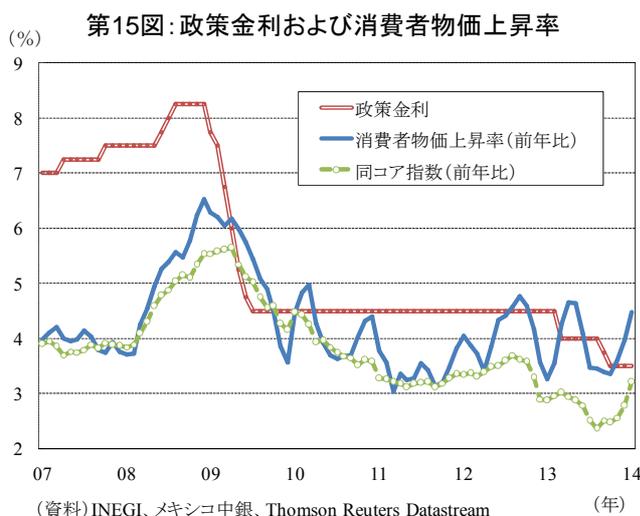
また、経済全体の35%を占める第2次産業は同▲0.4%となり、2013年前半を底に持ち直しの兆しはあるものの、4四半期連続で前年割れとなった(第12図)。建設業(同▲4.6%)および鉱業(同▲0.9%)の低迷が長引いており、製造業は同+1.9%と2013年前半に底を打ったものの、7-9月期の同+2.9%から減速した。なお、2013年通年の実質GDP成長率は+1.1%にとどまり、2011年の同+4.0%、2012年の同+3.9%を大幅に下回った。

小売売上高は2012年前半より減速傾向が継続しているが、昨年11月以降、下げ止まりの兆しがうかがえる。もっとも1月の消費者信頼感指数は83.4と2010年3月以来の水準まで低下しており、消費マインドは依然低調である(第13図)。消費マインドの低迷は、景気低迷の影響に加えて、ペニャ・ニエト政権が推進する構造改革への不安を映じているとみられる。財政改革の一環として、1月から清涼飲料を対象とする新税が導入されており、消費に下押し圧力として働くと考えられる。

**緩和的な金融政策
は当面維持される
見通し**

鉱工業生産は下げ止まりつつあるが、依然前年割れが続いており、輸出は持ち直しているものの、勢いに欠ける(第14図)。こうしたなか、メキシコ中銀は景気の下振れリスクを勘案し、昨年9月および10月に計0.5%ポイントの利下げを行い、政策金利を年3.5%へ引き下げた。その後は、政策金利を据え置き、景気の下支えを図っている。

1月の消費者物価上昇率は前年比+4.5%と、メキシコ中銀が定めるインフレターゲット(2.0~4.0%)の上限を7ヵ月ぶりに上回った(第15図)。しかしメキシコ中銀は新税導入による一時的要因の影響が大きいと判断し、年末までに4%未満に収まるとの見通しを示しており、現在の緩和的な金融政策は当面維持されるものと思われる。



(2) 今後の見通し

財政・金融両面からの刺激が景気を下支え

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、2013年後半以降、政府支出を拡大する一方、メキシコ中銀は緩和的な金融政策を継続しており、財政・金融両面からの景気刺激により景気を下支えしている。

米国景気回復に伴い、輸出は徐々に増加

米国はメキシコの輸出の8割弱を占める最大の輸出先であり、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16図)。米国の足元における天候不順の影響により、メキシコの輸出も一時的に減速する可能性があるものの、米国の景気回復に伴いメキシコの輸出は徐々に力強さを増すものと思われる。

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きた(第1表)。これを受けて、格付け会社ムーディーズは、一連の構造改革がメキシコの潜在的な成長見通しや財政のファンダメンタルズを強化するとの見方を示し、2月にメ

第1表: ペニャ・ニエト政権において成立した主な改革法

改革法	改革前における主な問題点	改革法の内容
教育改革法	教育・教員の質が低い 教員の評価基準が曖昧	教員評価試験の実施義務化 独立した教員評価機関の設置等
通信改革法	通信セクター(電話・放送)における市場寡占 通信コスト・料金の高止まり	参入規制の緩和 市場寡占に対する監督機関の設置等
金融改革法	信用創造の低迷 金融サービスコスト・手数料の高止まり	政府系開発金融機関の役割強化 監督機関の権限強化等
財政改革法	税源が少ない 歳入において国営石油会社PEMEXへの依存度が高過ぎる	税源拡大・多様化 税制・課税方法の簡素化等
エネルギー改革法	石油開発のための投資資金および技術の不足 電力料金の高止まり(国家独占の弊害)	石油開発の民間への門戸開放 発電事業の民間への門戸開放等

(資料) メキシコ各紙

キシコのソブリン格付けを Baa1 から A3 に引き上げた。S&P およびフィッチも政府の構造改革に対するコミットメントの強さを評価し、2013 年中にソブリン格付けの引き上げを行った。

構造改革進展に対する評価は米国の量的金融緩和縮小に伴う資金流出リスクを緩和

構造改革の進展は中期的にメキシコの潜在的な成長見通しや財政のファンダメンタルズを強化するものの、経済成長に対し即効性があるわけではない。しかしながら、国債の信用力を引き上げることで、米国の量的金融緩和縮小に伴い金融市場が不安定化する局面において、一定の防壁となりうる。メキシコの直近1年間の経常赤字累計額の対GDP比率は1.8%に止まっているものの、国債の流動性が高いこともあり、他の新興国と比べ、経常赤字のファイナンスに占める対内証券投資の割合が高い。もともと、構造改革の進展に対する評価から、量的金融緩和縮小の影響は限定的と思われる。実際、昨年5月の新興国の資金流出懸念時においても、メキシコの通貨は他の新興国に比べ影響が限定的であった。

一連の構造改革推進により、メキシコの持つ地理的優位性や貿易上の優位性が改めて見直され、米州の製造拠点・輸出拠点として海外からの投資拡大が見込まれる。

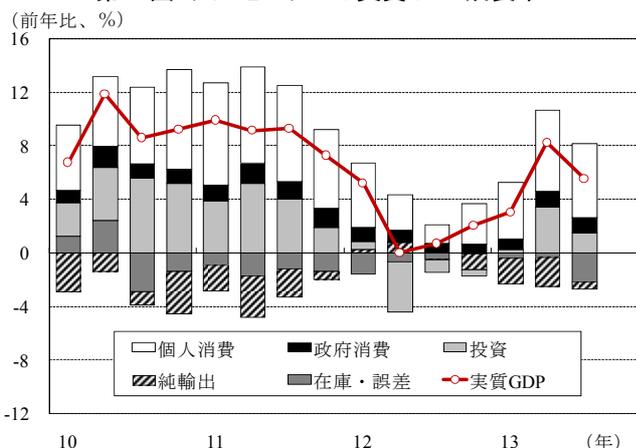
3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

10-12 月期も減速が続く

アルゼンチン経済は、2013 年央以降、減速に転じている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.5%と 4-6 月期の同+8.3%から減速した（第 17 図）。

第17図: アルゼンチンの実質GDP成長率



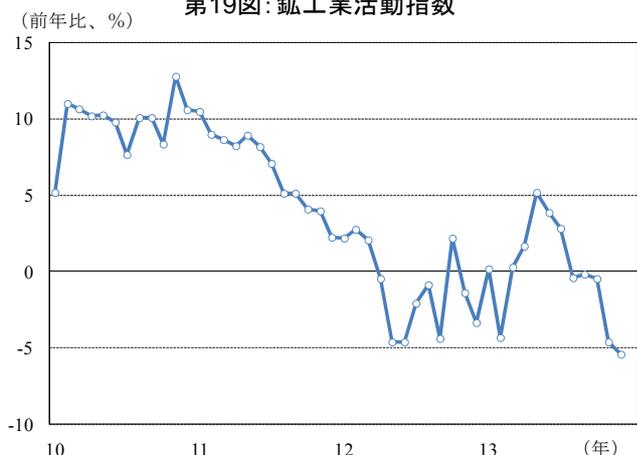
(資料) MECON, Thomson Reuters Datastream

第18図: 経済活動指数



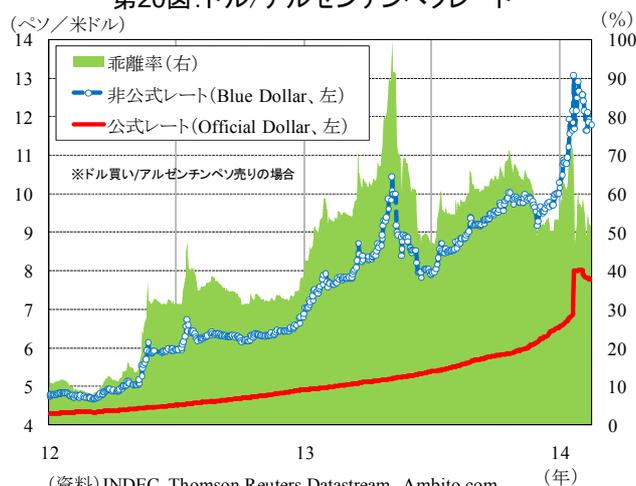
(資料) INDEC, MECON, Thomson Reuters Datastream

第19図: 鉱工業活動指数



(資料) INDEC, Thomson Reuters Datastream

第20図: ドル/アルゼンチンペソレート



(資料) INDEC, Thomson Reuters Datastream, Ambito.com

需要項目別にみると、個人消費は前年比+8.3%と引き続き堅調であるものの、投資は同+6.1%と前期（同+16.2%）から大きく減速した。これは設備投資が前期の同+30.5%から同+6.3%に減速したことが主因である。

10-12月期も景気減速が続いている模様だ。経済活動指数から推測すると10-12月期の成長率は同+2.7%と7-9月期の同+5.5%から一段と減速したとみられる（第18図）。また、12月の鉱工業活動指数は前年比▲5.4%と、8月以降5ヵ月連続で前年の水準を下回った（第19図）。

高インフレ、外貨準備減少、通貨急落

インフレは依然として終息しておらず、年率20%を超えるインフレが長期化している。民間コンサルタント会社推計による2013年12月のインフレ率は同26.8%であった。政府は2007年頃よりインフレの実態を偽り、同10%程度のインフレ率として公表してきたことが、多くの歪みをもたらしている。アルゼンチンペソはインフレ実態の反映不足により実質的に割高な水準となっており、国際競争力の低下を招いている。実勢に近いとされるアルゼンチンペソの対ドル非公式レートとの乖離が拡大している

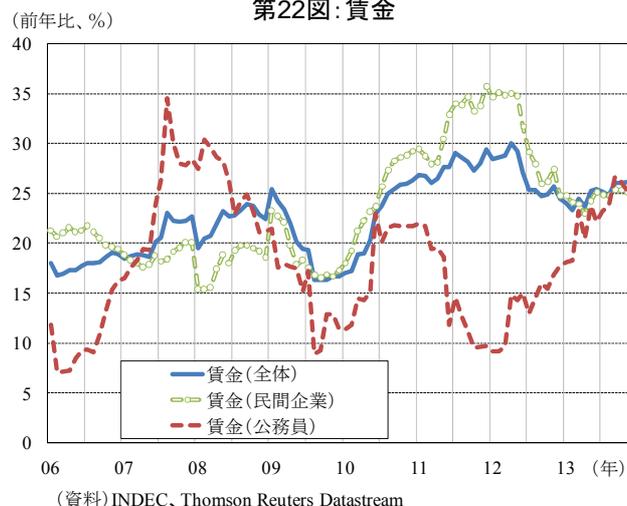
（第20図）。割高なアルゼンチンペソを買い支えるために外貨準備は急速に減少（第21図）。2014年1月末の外貨準備高は、3.7ヵ月分の財・サービス輸入額に相当する277億ドルと、1年間で148億ドル（34.8%）、1ヵ月間で29億ドル（9.3%）減少した。なお、対外債務の返済に外貨準備を利用していることも、外貨準備の減少要因となった。これらに加えて、過去に強行した債務交換に係り、債務交換に応じなかった一部の国債保有者から提訴され、アルゼンチンは再デフォルトリスクを抱えている。

今年1月には、政府閣僚による通貨防衛を放棄したともとれる発言をきっかけにアルゼンチンペソが急落した。これまでの強引な政策運営により

第21図：外貨準備高



第22図：賃金



蓄積した多くの歪みは維持困難となりつつあり、アルゼンチンは歪みの是正を迫られる状況にある。外貨準備減少に歯止めをかけるため、昨年後半より国内において様々なルールの変更を行う一方、国際協調路線に徐々に舵を切り始めている。2月にはIMFの勧告に従い、実態に近いと考えられる新しい消費者物価指標を導入した。新しい消費者物価指標によると、1月のインフレ率は前月比+3.7%と、従来の消費者物価指標の4倍強の数値となった（前年比数値は公表されず）。

(2) 今後の見通し

個人消費は減速

1月には通貨安が一気に進んだことから、今後は輸入インフレが一段と進む可能性があり、これに伴い、個人消費は減速する見通しである。新しいインフレ指標を導入し、高インフレの実態を政府が認めることは前進であり、インフレ鎮静化が次なる課題となる。政府は生活必需品の価格統制を1月から新たに開始する一方、アルゼンチン中銀は売りオペレーションや預金金利の高め誘導による流動性吸収を実施し、インフレ鎮静化を図っているが、標準的な金融政策を導入していないアルゼンチンにおいて、インフレ鎮静化は容易ではない。

今後のインフレ動向を見通す上で重要となるのはこれから開始される労働組合との賃上げ交渉である。アルゼンチンにおいてインフレ圧力が強い背景には、労働組合の強い賃上げ要求体質がある。政権与党の重要な支持基盤である労働組合の発言力が強く、2000年代半ば以降は20%前後の賃上げ率が定着しており、賃上げがインフレをもたらす悪循環となっている（第22図）。今後の賃上げ交渉において、いくつかの労働組合では35%の賃上げを要求ラインとしている模様であり、これに対する政府の対応が注目される。

外貨準備減少防止への対応が喫緊の課題

外貨準備減少への対応も喫緊の課題である。政府は穀物業者への備蓄穀物の輸出要請や民間銀行への4月末までの外貨保有制限を行うことで市場への外貨放出を誘い、外貨需給の緩和を図りつつ、穀物収穫期までの時間稼ぎを行っている模様だ。引き続き輸入規制の徹底が図られ、生産活動の足枷になるものと思われる。

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	1.0	2.5	2.6	5.4	6.2	5.9	▲ 542	▲ 814	▲ 760
メキシコ	3.9	1.1	3.7	4.1	3.8	3.7	▲ 148	▲ 223	▲ 200
アルゼンチン	1.9	4.2	2.2	10.0	10.6	11.5	0	▲ 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 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_ishimaru@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。