



Economic Monitor

ブラジル経済は高成長継続もインフレ抑制が課題

ブラジル経済は2010年の7.5%成長からは減速するものの、雇用改善に裏付けられた内需拡大により2011年以降も4%台の高成長を確保する見込みである。最大の課題はインフレ昂進であり、中央銀行であるBCBは累次の利上げに踏み切り、金融危機後に政策金利は375Bpも引き上げられた。しかし、利上げはリアル高も誘発するため、ブラジル政府は利上げに金融規制を組み合わせ、景気過熱とインフレを抑制すると同時にリアル高のペースダウンも狙っている。

1.経済動向:緩やかに減速も高成長を維持

ブラジルは2009年後半から2010年にかけての急成長から、持続可能なペースへと減速しつつある。

個人消費の代表的な指標である実質小売業販売(自動車販売を含まない)は前年比が2010年1~3月期の12.8%をピークに、2011年1~3月期には6.9%まで低下した。しかし、伸び鈍化は昨年の急拡大の反動に過ぎない。瞬間風速を示す前期比年率で見ると、2010年10~12月期の6.3%が2011年1~3月期には9.3%へ再加速している。9.3%の伸びは2010年の前年比10.9%よりは低いが高に高い伸びである。

個人消費拡大の背景にあるのは雇用環境の改善である。失業率(当社試算の季調値)は金融危機後の2009年1月に一旦8.5%まで上昇したが、その後低下に転じ、2010年11月には6.0%と史上最低水準に達した。2011年に入り低下は一巡しているものの、6%を若干上回る歴史的な低水準が継続している。

但し、減速セクターもある。金利上昇に伴うローン負担の増加を受けて、自動車販売は2010年10~12月期の前期比年率12.5%が1~3月期は1.1%へ急減速した(季節調整は当社)。後述する累次の利上げが徐々にではあるが内需抑制に寄与し始めると考えられる。

内需主導で生産回復も、リアル高で輸出競争力は低下

固定資本形成は2010年後半に減速したものの、資本財生産の動きなどを見る限り(10~12月期前期比年率2.6% 2011年1~3月期21.8%) 2011年は再加速が予想される。こうした資本財生産や耐久消費財などの生産拡大を受けて鉱工業生産は1~3月期に前期比年率5.4%(2010年7~9月期1.6%

10~12月期0.1%)と伸びを高めた。内需の堅調な拡大が、生産増加を牽引する構図である。一方、

小売業と自動車販売の推移



(出所)CEIC Data

失業率(季調値、%)



(出所)CEIC Data

レアル高によって輸出競争力は削がれてしまっている。

2011年1~3月期の輸出(ドル建)は前年比30.6%(10~12月期38.3%)と5四半期連続の二桁増加を記録した。また、4月は33.1%に伸びが高まっており、全体としてみればブラジルの輸出は堅調である。但し、輸出を牽引しているのは鉄鉱石などの資源関連や農林水産物などの素原材料(1~3月期47.5%)であり、かつ商品市況上昇に伴う名目輸出額の水膨れも大きい。

価格上昇の影響を含まない輸出数量指数(当社季調値)は2010年1~3月期に前期比年率10.1%(10~12月期11.9%)と減少に転じた。素原材料(10~12月期50.4% 1~3月期1.2%)は高水準を維持したが、輸出競争力に乏しい工業製品(製品▲5.5%、半製品▲30.3%)がレアル高を受けて落ち込んだためである。一方、旺盛な内需を反映して輸入数量指数は1~3月期に5.0%増加した(10~12月期1.4%)。財貿易において輸入の伸びが輸出の伸びを上回り、かつサービス収支も悪化したと見込まれることから、1~3月期も純輸出は成長を下押ししたと考えられる。旺盛な内需により、輸入が拡大を続ける一方で、輸出はレアル高が重石となるため、純輸出は成長に対してネガティブに作用し続けると考えられる。

2011年は4%台の成長を予想

以上を踏まえると、ブラジル経済はレアル高や累次の利上げに加え、新政権の財政圧縮方針¹もあり、成長率が2010年の7.5%から2011年は4%台前半へ低下すると見込まれる。但し、雇用環境の改善に裏打ちされて個人消費は底堅く推移しており、下振れ懸念は小さい。1~3月期も内需主導で年率4~5%程度の成長を確保したと予想される。

2.インフレ加速の下で利上げ継続

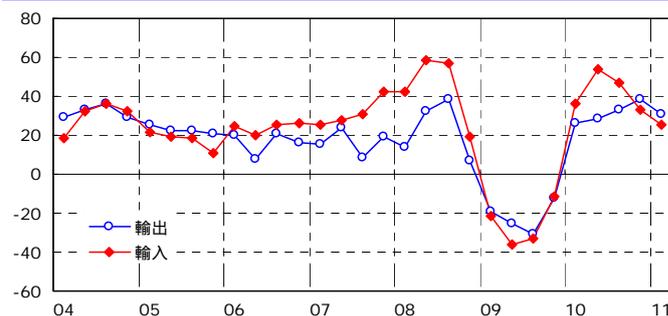
インフレ上昇が加速ターゲットの上限を超える

経済が底堅く推移し、失業率の低下が象徴するように国内需給が引き締まる下で、インフレ率は上昇を続けている。IPCA(拡大消費物価指数²)の前年比は4月に6.51%に達し、中央銀行であるBCBが掲げるインフレ目標(4.5%±2.0%Pt)の上限をついに超えた。2010年後半の上昇を牽引した「飲料・食料」は、洪水被害による野菜価格の上昇が沈静化

¹ ルセフ大統領は2011年にGDP比1.2%相当の歳出カットを表明している。

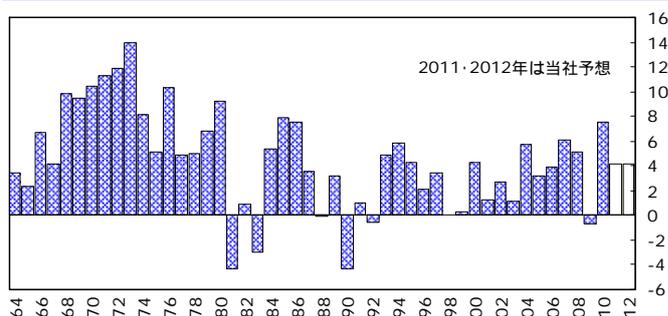
² 最低給与から、その40倍までの家計を調査対象とした消費者物価指数。

輸出入の推移(前年比、%)



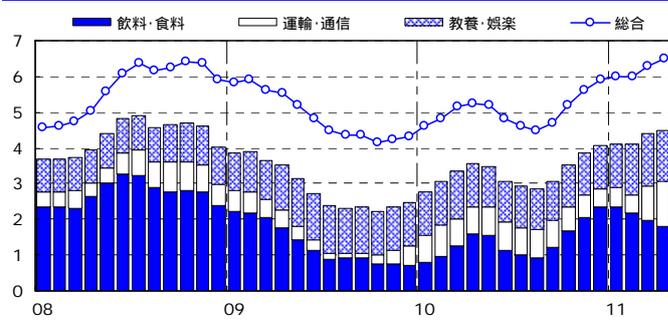
(出所)CEIC Data

実質GDP成長率の推移(%)



(出所)Brazilian Institute of Geography and Statistics

IPCA前年比と主要分類の寄与度(%, %Pt)



(出所)Brazilian Institute of Geography and Statistics

するに伴い2010年12月の10.4%をピークに2011年4月には7.8%まで低下した。しかし、前述の労働需給の逼迫を受けてサービス価格全般が上昇傾向にあることに加え（「保健医療」5.6%など）、ガソリン価格上昇を受けて「運輸」の上昇が加速している。瞬間風速を示す前月比も4ヶ月連続で0.8%と高い伸びが続いており、更なるインフレ加速が不可避である。

中央銀行は利上げ継続もペース鈍化

インフレ率の上昇を受けて、中央銀行であるBCBは金融引き締めを段階的に強化し、4月20日の決定会合でも25Bpの利上げに踏み切った。2011年に入って1月50Bp 3月50Bp 4月25Bpと3回連続で利上げを実施し、政策金利であるSELICは12.0%まで上昇している（金融危機後で見ると6度の利上げにより8.75%から325Bpの上昇）。但し、4月の利上げ幅は3月までの50Bpから25Bpへ縮小した。

これは、3月に公表された四半期インフレ報告において、利上げのみならず、金融規制的な政策も組み合わせ、インフレ抑制を目指すとしつつ、2012年のインフレ予想を4.6%（前回4.8%）へ引き下げたことに対応している。3～4月に金融取引税（IOF）の導入や引き上げ・適用範囲拡大、個人向け貸出に対するリスクウェイト引き上げ、預金準備率引き上げなどの措置が講じられており、そうした措置の景気並びにインフレ抑制効果を見極めんとする意味での利上げ幅圧縮と言えるだろう。しかし、4月COPOM（通貨政策委員会）の議事要旨においてBCB自らが吐露しているようにインフレ圧力はBCBの予想を超えて高まっている。決定会合でも、25Bp利上げへの賛成は7名中5名に留まり、残り2名は50Bpの利上げを主張した。

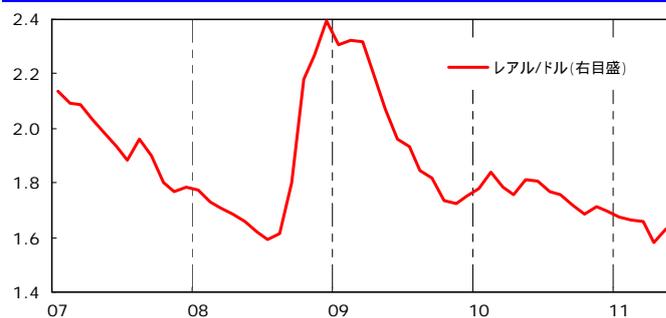
利上げと金融規制を組みわせ

前述の通り、4月のインフレ率は6.51%とついにインフレターゲットの上限を超えた。利上げも含めインフレ抑制措置は直ちに効果を発揮する訳ではない。抑制効果が生じるまでには一定のラグが避けられない。インフレ率の5月速報（15日時点、5月20日発表）が前月比0.7%（4月0.8%）へ低下したことをもってインフレ圧力の低下と評価する向きもあるが、労働需給逼迫を背景にサービス価格が上昇していることを踏まえれば、インフレが容易に沈静化するとも考えにくい。そのため、BCBは更なる引き締めを余儀なくされるだろう。

インフレ抑制を目指すBCBにとって利上げの障害となるのが、リアル高である。高金利を狙った資金流入により、レアルの対ドル相場は昨年未から4月までに6.6%も上昇し（1.70レアル/ドル 1.58レアル/ドル）、上述の通り脆弱なブラジル製造業の競争力を奪っている。製造業の競争力強化こそがリアル高に対する正攻法だが一朝一夕には進まない。そのため、ブラジル当局は、既に述べたとおり利上げのみに依存するのではなく、金融規制も組み合わせて、景気過熱やインフレを抑制しようとしている。

4月20日COPOMでの利上げが25Bpに留まったことを受けてレアル相場は幾分下落し、5月後半は1.6レアル/ドル台前半で推移している。こうした市場の動きが続けば、ブラジル当局はBCBによる利上げを必要最低限に抑制しつつ、金融規制強化による対応を続けると考えられる。しかし、それでも、2011年

レアル相場の推移



(出所) Bloomberg

中に残り 2~3 回の利上げは必要と考えられ、政策金利である SELIC は 12.50~12.75% に達すると予想される (2011 年内の COPOM は 6 月、7 月、8 月、10 月、12 月の残り 5 回)。

3.トピックス:ブラジルとアルゼンチンの自動車輸出入を巡る対立

ブラジルにとって国内自動車市場の拡大は、またとない国内製造業育成の機会である。国内資本による量産車メーカーはないが、日本勢を含む海外自動車メーカーの進出により生産能力が向上し、中南米や米国向けの生産拠点へと育てば、製造業の脆弱な同国にとっては大きなプラスとなる。しかし、実際のところ国際的な自動車メーカーは中南米一国に生産拠点を集中することをリスクと考え、ブラジル・メキシコ・アルゼンチンの 3 カ国に、車種毎の生産拠点を分散配置している。ブラジルでは 2010 年に 364 万台の自動車が生産されたが、77 万台が輸出され、65 万台を輸入している。車種ごとの棲み分けにより、輸出台数が概ね見合うかたちとなっているのである。

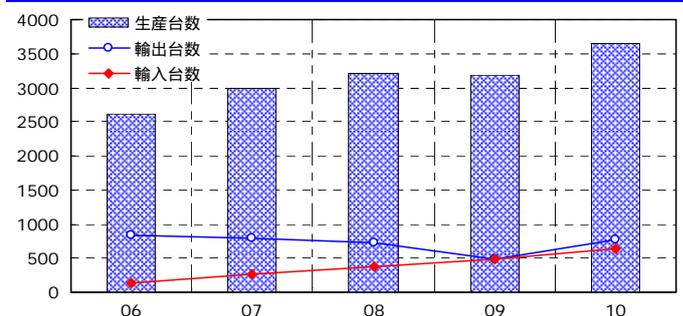
こうした棲み分けの下で生じているのが、ブラジルとアルゼンチンによる「非自動輸入ライセンス」適用合戦である。ブラジルとアルゼンチンは共に南米の関税同盟である「メルコスル」に属しており、両国の間では容易に輸出入が行われてきた。自動車メーカーもそれを前提に、組立工場を車種毎に特化させ効率を高めてきたと言える。しかし、国内自動車産業を育成したいとの思惑の下に、2 月にアルゼンチン政府が船積み前に輸入許可申請を必要とする「非自動輸入ライセンス」の対象品目を大幅に増やし、排気量 3,000cc を超える自動車にも適用した。この措置は、関税同盟外を対象としたものとされたが実際にはブラジル製品にも影響が及んでいる模様である。これに対して、ブラジルも 5 月に自動車全体を「非自動輸入ライセンス」の対象とする措置を発動したと現地メディアが報じた (政府からの正式な文書はない模様である)。自動車メーカーが同措置の存在を認めており、日本メーカーについてもアルゼンチンからブラジルへの輸出に支障が出ている模様である。

今回のブラジルの措置には、二つの側面がある。一つは、アルゼンチンへの対抗措置である。ブラジルではアルゼンチンからの自動車輸入が急増していた。これは自動車メーカーの車種特化生産に加え、アルゼンチンが自動車産業を強化すべく外資誘致などを積極的に進めてきたことが背景にある。人口が 4 千万人に留まるアルゼンチンにとって、人口が 2 億人に迫るブラジル市場は極めて魅力的であり、2010 年のアルゼンチンの自動車輸出の 8 割以上がブラジル向けだった模様である。そうした動きをブラジルは従来黙認してきたが、アルゼンチンが輸出ドライブのみならず輸入規制も講じて自動車産業育成を図ったため、今回の「非自動輸入ライセンス」の適用に踏み切ったと考えられる。

もう一つは、アルゼンチンと同様の手法で国内自動車生産の保護を図ろうとの思惑である。アルゼンチンのみならず、グローバルな自動車メーカーにとってブラジル市場は極めて魅力的であり、そのブラジル市場へのアクセスが制限されれば死活問題となる。今回の措置は中南米の他国で生産している自動車メーカーに対し、ブラジルへの生産集中を促すサインとも読み取れる。

なお、ブラジルは多様な埋蔵資源を有するという点で、中南米の他の国々に比べ有利である。鉄鉱石や原

ブラジルの自動車生産と輸出入(千台)



(出所)CEIC Data

油を産出するため鋼板や化学、ゴム関連の部材生産を安価に行うことができる。特に 2011 年は、タイヤ生産に絡んだ日本企業のブラジル進出の動きが目立っており、組立工程のみならず、部品産業もブラジルに集積する兆しとも言えるかも知れない。