

Economic Monitor

最終需要減速の下でも利上げが続くブラジル

1～3月期のブラジル経済は前期比年率5.4%の高成長も、最終需要は寧ろ減速。累次の利上げに伴う消費鈍化とレアル高による輸出競争力の低下が主因。しかし、インフレ率が上昇を続ける下で中央銀行は利上げを継続せざるを得ず。2011年内に残り1～2回の利上げを予想。財政状況は改善も税収増加が主因であり、歳出削減への取り組みは進まず。

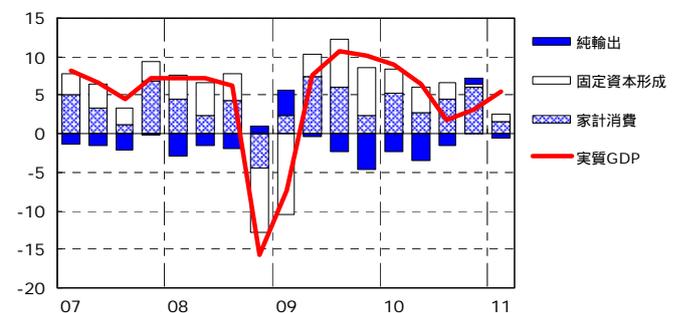
2011年1～3月期のブラジル経済は前期比年率5.4%の高成長となり、昨年7～9月期1.8%、10～12月期3.2%から成長が加速した。但し、成長の中身は必ずしも芳しくはない。

レアル高による工業品輸出の不調により輸出は前期比年率12.2%(10～12月期13.9%)と6四半期振りの減少に陥った。また、個人消費も累次の利上げにより自動車販売などが減速し、2.6%(10～12月期9.7%)と金融危機により落ち込んだ2008年10～12月期以来の低い伸びに留まっている。堅調なのは4.9%(10～12月期1.7%)に加速した固定資本形成ぐらいであり、統計上は明示されていないが1～3月期の成長率加速は在庫投資の拡大によるところが大きいと考えられる¹。

在庫投資は2010年7～9月期、10～12月期と2四半期連続で圧縮されていたと考えられるため、1～3月期の在庫投資拡大を意図せざる在庫の積み上がりとしてネガティブに捉える必要は必ずしもない。但し、GDP成長率の表面的な加速とは異なり、最終需要ベースではブラジル経済は寧ろ2011年1～3月期に減速した点には留意が必要である。

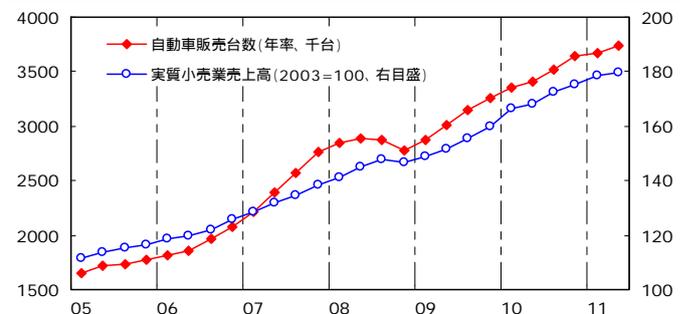
足元の4～6月期に目を移しても、最終需要の減速が続いている。1～3月期に前期比年率2.5%まで減速した新車販売こそ4～5月平均が1～3月期対比で8.1%まで持ち直したものの(当社試算の季節調整値ベース)、個人消費の代表的な指標である実質小売業販売(自動車販売を含まない)は4月に前月比0.2%と小幅ながら減少に転じ、1～3月期対比でも年率1.9%(1～3月期前期比年率8.2%)と低い伸び

実質GDP(前期比年率、%)



(出所)CEIC Data

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

¹ 在庫調整の季節調整値は公表されていない。

に留まった。失業率の低下が示すように雇用所得環境の改善は続いているため、腰折れするリスクこそ小さいが、累次の利上げが消費マインドの圧迫などを通じて個人消費を減速させている。

レアル高の重石も変わらない。4~5月平均のドル建て名目輸出は資源関連輸出の牽引（数量増加+価格上昇）により1~3月期対比で年率45.9%（1~3月期前期比年率14.8%、当社試算の季節調整値）と伸びを高め、1~3月期の落ち込みから脱した模様である。しかし、レアル高を受けた製造業の競争力低下は止まらず、資源関連以外の製品輸出は引き続き低調である。製造業生産は4月に前月比1.8%と大幅に減少し、前年比では3月1.4%に続き4月も1.5%と2ヶ月連続の前年割れを記録した。レアル高の進行は5月以降、一服しているものの、製造業の低調推移は当面変わらないだろう。

失業率の低位推移が象徴する労働需給の引き締まりを受けた賃金上昇を背景に、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5月に前年比6.55%（4月6.51%）と、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2ヶ月連続で上回った。IPCA前年比は夏場に7%を上回ると見込まれるものの、景気減速を受けて年末にかけて徐々に上昇ペースは鈍化する可能性が高い。事実、瞬間風速を示す前月比は5月に前月比0.47%（年率5.8%）と昨年9月以来の低い伸びに留まった。一ヶ月の動きでインフレ沈静化とはとても論じ得ないが、今後のインフレ鈍化に向けた明るい動きの一つとは言える。

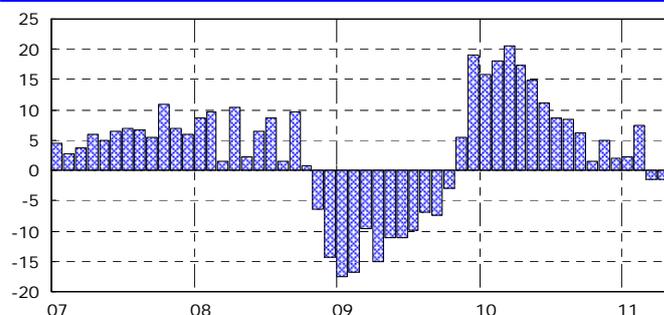
BCBはインフレ率の上昇を受けて、利上げを継続しているものの、金融引き締めスタンスを徐々に緩めつつある。2011年に入り1月と3月に2回連続で50Bpの利上げを行ったが、4月20日には利上げ幅を25Bpに縮小、6月8日も25Bpの利上げに留めた。加えて、4月20日のCOPOM（金融政策決定会合）では7名中2名が50Bpの利上げを主張したが、6月8日には全会一致で25Bpの利上げが決定された。6月8日の声明ではインフレ抑制のために更なる利上げが必要としつつも、そうした金利の調整は十分な長期に渡っ

消費者信頼感の推移 (2005/9=100)



(出所)CEIC Data

製造業生産 (前年比、%)



(出所)CEIC Data

IPCA前年比と主要分類の寄与度 (%、%Pt)



(出所)CEIC Data

ブラジル金融政策



(出所)CEIC

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。

て実施すると述べ、拙速な利上げを回避する姿勢を強調した。

今後もインフレ高止まりを受けて、BCB は利上げを継続せざるを得ない。但し、金利高が投資資金の流入を通じてレアル高に繋がるとの配慮から、金利政策のみに依存せず金融規制も組み合わせた総合的な対応を講じる可能性が高い。当社では 2011 年中に 25Bp の利上げが残り 2 回程度行われ、現状 12.25% である政策金利の SELIC が 12.75% に達すると予想している（2011 年内の COPOM は 7 月、8 月、10 月、12 月の残り 4 回）。なお、2011 年のブラジル経済の成長率は 4%、IPCA 前年比は前述の通り夏場に 7% を上回った後、2011 年末には 5% 台へ鈍化すると見込んでいる。

財政状況は明確に改善しているものの、今後には懸念が残る。ブラジル政府は 2011 年のプライマリー収支の目標を 1,179 億レアルの黒字、名目 GDP 比で 2.9% 程度（当社試算）としているが、4 月時点の累計で既に 573 億レアルの黒字を確保、ラップ段階とは言え名目 GDP 比は 3.1%（BCB 試算）に達している。但し、こうした財政状況の改善は歳入増加によるところが大きく、その歳入も最終需要の減速に伴い、増加ペースが鈍化しつつあり（IPCA 上昇率を控除した実質歳入は 1～3 月期の前年比 12% 増加が、1～5 月期では 10.7% に鈍化）歳出の抑制が急務となっている。今年 1 月に就任したルセフ大統領は歳出抑制姿勢を強調しているものの、掛け声ばかりで十分には進んでいないのが現状である。加えて、経済政策を担っていたパロシ官房長官が不正蓄財疑惑によって辞任に追い込まれたため、歳出抑制の遅れが懸念される。

