

Economic Monitor

金融引締めサイクル終了は近いか？（ブラジル経済 UPDATE）

ブラジル経済は内需減速とレアル高による輸出競争力低下を受け減速。実質 GDP 成長率は 1～3 月期 5.4%が 4～6 月期は 4%弱まで低下する見込み。6 月のインフレ率は前年比で 6.7%に達し、3 ヶ月連続でターゲットの上限を超えた。インフレ昂進を受けて、中央銀行は 7 月も利上げを継続したが、追加利上げの必要性を声明文から削除し、利上げサイクルが終了する可能性を示唆。

4～6 月期のブラジル経済は減速

ブラジル経済は 1～3 月期に前期比年率 5.4%の高成長を記録した後、4～6 月期は緩やかに減速した模様である。ブラジル中央銀行である BCB が月次 GDP の代替指標として公表している IBC-Br 指数を見ると、1～3 月期の前期比年率 5.2%が、4～5 月平均は 1～3 月期対比で年率 3.8%に鈍化しており、6 月を 5 月と同じ前月比と仮定して試算しても 4～6 月期は 4.2%に留まる。当社では 4～6 月期の成長率を前期比年率 4%弱と想定している。なお、当社ではブラジル経済の成長率は 2010 年の 7.5%から 2011 年は 4%に減速すると予想しているが、4～6 月期の成長減速は概ね想定通りである。

前回のレポートでも指摘したように、そもそも 1～3 月期の高成長は在庫投資拡大による寄与が大きく、個人消費などの最終需要は減速が既に始まっていた。その最終需要トレンド減速が 4～6 月期も継続している。

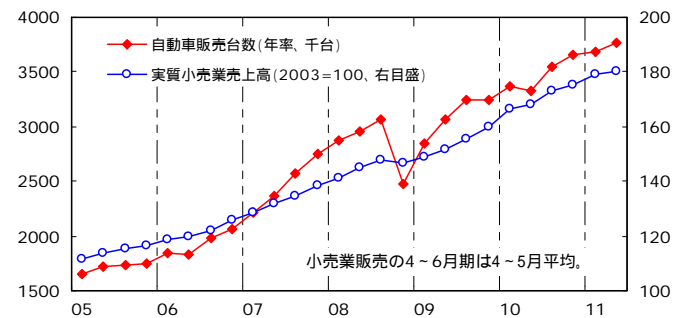
自動車販売復調も消費全体では鈍化

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%と減少した後、5 月は 0.6%と持ち直したが、4～5 月平均は 1～3 月期対比年率 3.4%と 1～3 月期の 8.9%から伸びが鈍化している。自動車販売は 1～3 月期年率 2.4%が 4～6 月期は 10.2%へ再加速したが（当社試算の季調値）、小売全体の減速をカバーはできない見込みである。失業率は 6%近傍の歴史的な低水準を維持し雇用環境は良好だが、金利上昇やインフレを受けた消費者マインドの悪化もあり、4～6 月期の個人消費は低調に推移したと見込まれる。

レアル高が引き続き輸出を圧迫

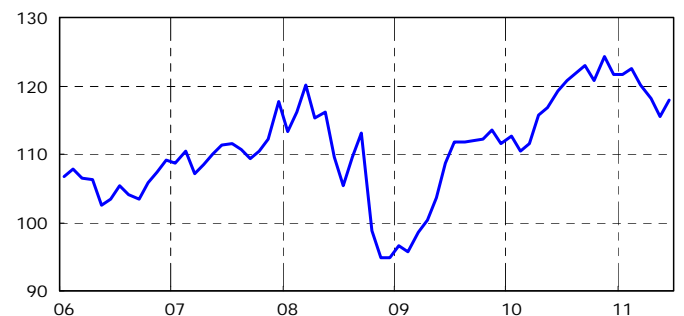
レアル高の重石が輸出環境を圧迫している状況が継続している。4～6 月期のドル建て名目輸出は資源

小売業と自動車販売の推移



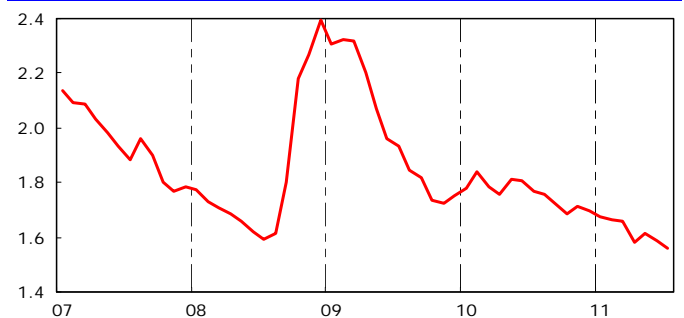
(出所)CEIC Data

消費者信頼感の推移 (2005/9=100)



(出所)CEIC Data

レアルドル相場の推移



(出所)Bloomberg

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

関連輸出の牽引（数量増加 + 価格上昇）により 1～3 月期対比で前期比年率 50.2%（1～3 月期 21.4%、当社試算の季節調整値）と大きく伸びを高め、1～3 月期の低迷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が続いており、資源関連以外の製品輸出は引き続き低調である。

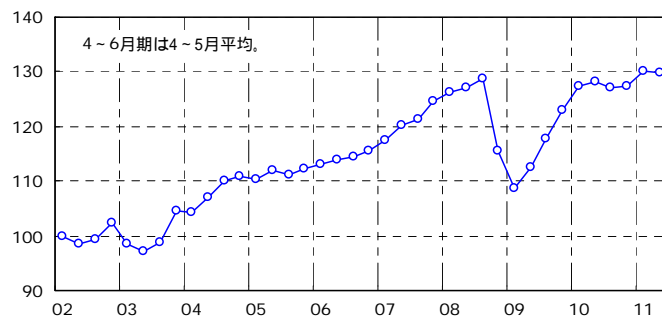
資源価格上昇の影響が控除される輸出数量指数は 4～5 月平均が 1～3 月期を年率換算で 6.6%上回るに留まり、1～3 月期の 9%減からは反転したものの、2010 年の前年比 9.5%には届かない。低調な輸出は製造業を圧迫しており、4～5 月平均の製造業生産は 1～3 月期を 1.1%下回った。特に自動車関連の失速が目立つ。4～6 月期の製造業生産は昨年 7～9 月期以来の減少へ転じる可能性が高いと考えられる（1～3 月期は前期比年率 9.2%。なお、鉱業（資源産出）の拡大により鉱工業生産全体では増勢を維持する見通し）。ドルレアル相場は 6～7 月に再びレアル高の進行ペースを速めており、さらなる悪影響が懸念される。

インフレは前年比で高まるも瞬間風速では鈍化
 タイトな労働需給を受けた賃金上昇を主因として、インフレ率は上昇を続けている。IPCA（拡大消費物価指数¹）の前年比は 4 月 6.51% 5 月 6.55% 6 月 6.71%と、BCBが掲げるインフレ目標（4.5% ± 2.0% Pt）の上限を 3 ヶ月連続で上回り、かつ上昇幅も拡大した。但し、瞬間風速を示す前月比は昨年 10 月から今年 4 月まで 0.7～0.9%の高い伸びが続いた後、5 月 0.47% 6 月 0.15% 7 月 0.10%（15 日時点速報）と急減速へ転じている。7 月以降を前月比 0.1%と仮定して試算すると、インフレ率の前年比は 8 月に 6.9%のピークに達した後、低下へ向かう。

BCB は金融引締めサイクルを終了か

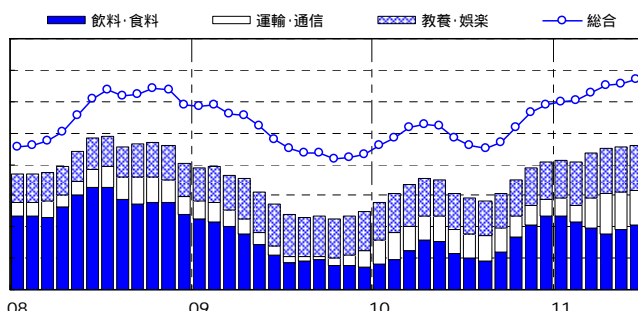
BCBはインフレ率の上昇を受けて、7 月 20 日の COPOM（金融政策決定会合）にて 25Bpの追加利上げを決定した。しかし、7月の声明文では6月の声明文にあった「追加的な利上げの必要性」に関する記載を削除している。COPOMでの議論の詳細は今後公表される議事要旨を待つ必要があるが、BCBが金融引き締めサイクルの終了を模索している可能性が指摘できるだろう。BCBの引き締め姿勢が後退している

製造業生産の推移 (2002年=100)



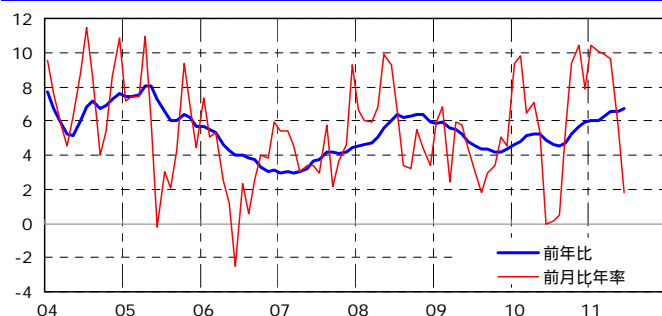
(出所) Brazilian Institute of Geography and Statistics

IPCA前年比と主要分類の寄与度 (%、%Pt)



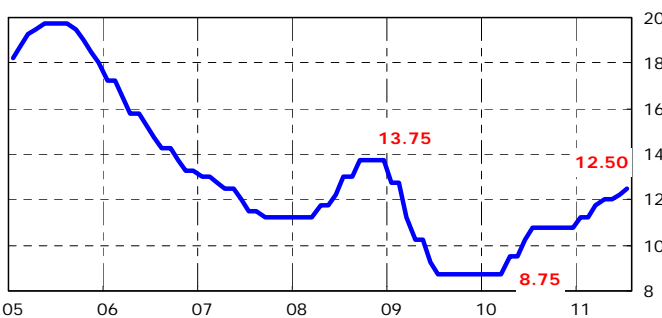
(出所) CEIC Data

IPCAの推移 (%)



(出所) CEIC

SELIC誘導目標の推移 (%)



(出所) BCB

¹ 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。

主因は、上述のインフレ率における瞬間風速の鈍化と考えられるが、加えてレアル高を加速させかねない利上げを出来る限り回避したいとの政府側の思惑もあるのだろう。ブラジル政府はレアル高抑制を目指し、7月8日（適用7月11日）に金融機関の外貨ショートポジションに対する規制²を強化したが、これまでのところ十分な効果は確認できていない。

従来、当社では政策金利である SELIC が年内に 12.75%まで引き上げられると予想していたが、現在の 12.50%で打ち止めとなる可能性も出てきたと考えられる（2011 年内の COPOM は 8 月、10 月、12 月の残り 3 回）。

トピックス： ブラジル高速鉄道の実現が危ぶまれる

7月11日にブラジル政府は鉄道関連企業や建設会社などによる入札延期の求めを無視し、リオデジャネイロ サンパウロ近郊間の 510km に及ぶ高速鉄道の事業者選定入札を強行した。しかし、大方の懸念通り、応札者はなく、入札は不成立に終わった。

同事業については、需要予測に対する民間側と政府側の見方の相違や巨額の建設費用などを理由に、従来から採算性が疑問視されていた。そのため、日本や欧州、中国勢などの企業グループが早くから入札参加に難色を示し、既に二度に渡って入札が延期されてきた経緯がある。企業グループの中で、韓国企業グループのみは入札参加に意欲的だったが、今回の入札実施前にグループからブラジル企業が脱退するなどの問題が生じたこともあり、応札には至らなかった模様である。

ブラジル政府は、これまで鉄道インフラ建設と事業運営を一括した事業運営形式を一括して入札する方式を目指してきた。しかし、今回の入札不成立を受けて、インフラ建設と鉄道事業運営を分けて入札を行うべく検討している。二段階入札によって、鉄道事業運営部分に対する日本や欧州からの入札をブラジル政府は期待していると考えられる。一方、鉄道事業運営以上に、インフラ建設部分については未解決の問題が多い。建設コスト算定においてブラジル政府と民間企業の試算に大きな開きがあることに加え、建設に関わる環境アセスメントにかかわる許認可の不確実性、工事遅延によるコスト増などのリスクを応札企業が負担せざるを得ない問題等が指摘されており、入札実施に際してはブラジル政府が新たな支援策や譲歩を示す必要があると予想される。

ブラジル政府は 2012 年までに入札を完了し 2013 年着工との日程を示している。しかし、遅れがちなブラジルでの建設工事を鑑みれば、当初目標だった 2014 年のサッカー・ワールドカップ開催までの完成は言うまでもなく、2016 年のオリンピック開催までの完成も既に困難である。加えて、そもそもブラジル政府が歳出削減に取り組んでいる下で、既に空路で 1 時間弱のアクセスが確保できているリオデジャネイロ サンパウロ近郊間に現時点で高速鉄道建設を強行する必要性を疑問視する声も多い。今後は事業計画の見直しではなく、事業実施自体の是非を問う声が強まる可能性が否定できない。

² 国内銀行に対し 10 億ドルもしくは銀行の参考資本 (PR1) のうち少ない方を超える外貨 (ドル) のショートポジションの 60% に相当する準備金を積み立てることを義務付け。従来の規制対象は、30 億ドルを超えるショートポジションであり、大幅な規制強化と言える。