

Economic Monitor

ブラジル経済は減速、インフレも沈静化へ(ブラジル経済 UPDATE)

ブラジル経済は内需減速とリアル高による輸出競争力低下を受けて、成長ペースが鈍化。実質GDP成長率は1～3月期5.4%が4～6月期には3%半ばまで低下する見込み。インフレ率は7月に前年比6.9%まで上昇したが、瞬間風速では沈静化傾向が鮮明となりつつある。成長減速とインフレ沈静化傾向を受けて、中央銀行は利上げサイクルを終了した模様。

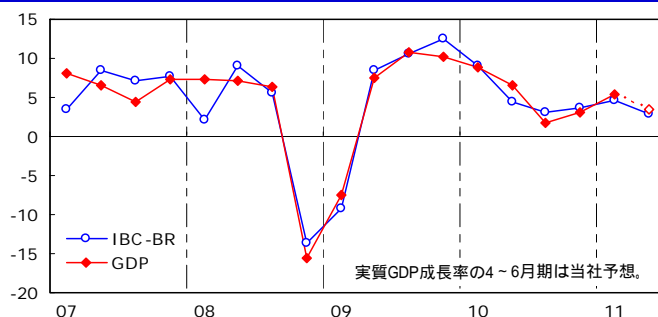
4～6月期のブラジル経済は減速

ブラジル経済は4～6月期に明確に減速した模様である。減速自体は前月のレポートでも指摘したように、1～3月期から既に兆候があり予想通りであるが、減速ペースは想定よりやや速い。ブラジルの中央銀行であるBCBが月次GDPの代替指標として公表しているIBC-Br指数¹を見ると、1～3月期の前期比年率4.6%が、4～6月平均は2.8%へ急減速した。特に直近は5月が前月比0.05%とほぼ横ばい、6月は▲0.26%と、月次ベースではあるがマイナス成長を余儀なくされている。前月のレポートで当社は9月2日に公表される4～6月期の実質GDP成長率を前期比年率4%弱と想定したが、月次指標の動向を踏まえ3.5%程度に予想を引き下げる(1～3月期実績は5.4%)。なお、当社ではブラジル経済の成長率が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月期実績が当社想定通りであれば、3.8%程度への下方修正を行う予定である。

自動車販売復調も消費全体は鈍化

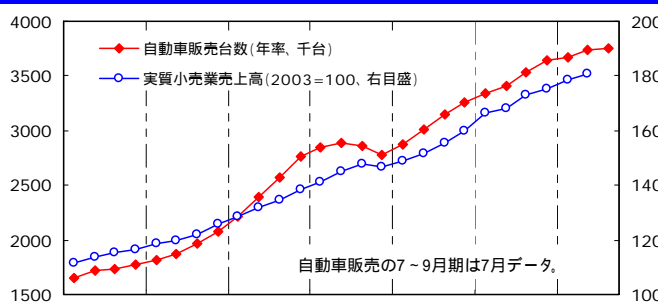
個人消費の代表的な指標である実質小売業販売(自動車販売を含まない)は4月に前月比▲0.2%と減少した後、5月0.7%、6月0.2%と持ち直した。しかし、4～6月期は前期比年率4.4%と1～3月期の8.2%から伸びがほぼ半減している。自動車販売は1～3月期年率2.7%が4～6月期は7.6%へ加速したが(当社試算の季調値)、小売全体の減速をカバーは出来ない。失業率は6%近傍の歴史的な低水準を維持し、雇用環境は引き続き良好だが、金利上昇やインフレを受けた消費者マインドの悪化を受けて、GDPの64%を占める個人消費は1～3月期の前期比年率2.6%(10～12月期

GDP成長率とIBC-Brの推移(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 前回執筆時点から遡及して下方修正された。修正前は1～3月期が前期比年率5.2%だった。

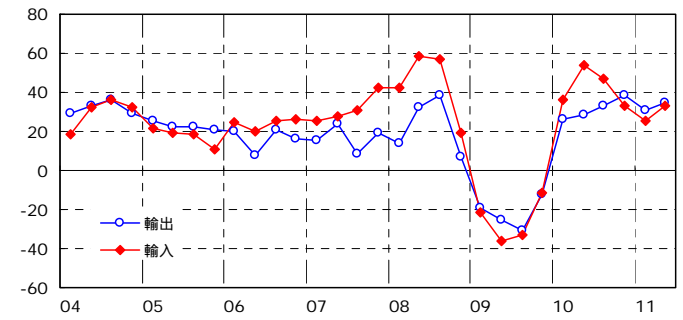
9.7%)に続き、4~6月期も低調に推移したと見込まれる。

なお、自動車販売は7月に前月比▲0.3% (6月0.5%)と小幅ながら減少しており、7~9月期には再び減速が予想される。

リアル高が引き続き輸出を圧迫

4~6月期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)により前期比年率43.5%(1~3月期19.7%、当社試算の季節調整値)と急増し、1~3月期の低迷から脱した模様である。資源価格上昇の影響が控除される輸出数量指数で見ても、4~6月期に前期比年率14.8%(1~3月期▲9.2%)と増加しており、GDPベースでも拡大が確実である。内訳を見ると航空機などの含まれる資本財輸出が149.0%(1~3月期▲32.6%)と大きく伸び、全体を押し上げた。但し、輸入も数量指数ベースで見て前期比年率27.4%(1~3月期5.7%)と増加しているため、純輸出(輸出-輸入)の成長率に対する寄与度はマイナスが見込まれる

輸出入の推移(ドル建、前年比、%)



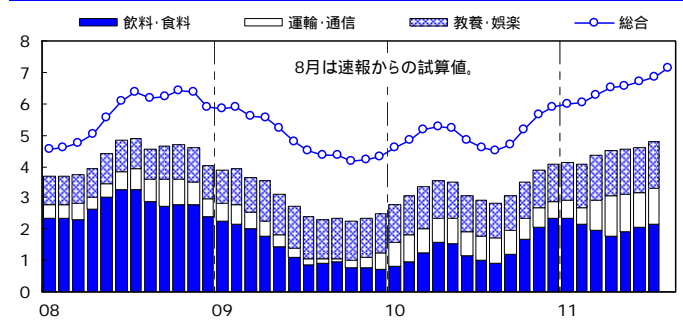
(出所)CEIC Data

輸出は4~6月期に反転したが、資源輸出の寄与に加えて、資本財輸出が集中した影響が大きく、リアル高の下で製造業全体は競争力低下に苦しんでいる。4~6月期の製造業生産は、自動車を含む耐久消費財(22.6%)の落ち込みが響き、3.6%(1~3月期8.9%)と2四半期ぶりの減産を余儀なくされた。鉱業(資源産出)は6.2%と好調だったが、製造業の減産を補うには至らず、鉱工業全体でも▲2.9%(8.0%)の減産である。

インフレ率は前年比で高まるも瞬間風速では鈍化が明確化

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²)の前年比は6月6.71%、7月6.87%と、BCBが掲げるインフレ目標(4.5%±2.0%Pt)の上限を4ヶ月連続で上回り、かつ上昇幅も拡大した。但し、国内経済減速を受けた需要鈍化やエネルギー価格の低下を反映し、瞬間風速を示す前月比は昨年10月から今年4月までの0.7~0.9%の高い伸びから、5月0.47% 6月0.15% 7月0.16% 8月0.27%(15日時点速報)と明確に鈍化している。8月以降を8月速報の前月比0.27%と仮定した場合、インフレ率の前年比は8月に7.1%のピークに達した後、急速に低下、10月には6.4%とインフレ目標の範囲内に戻る。

IPCA前年比と主要分類の寄与度(%、%Pt)



(出所)CEIC Data

BCBは金融引締めサイクルを終了した見込み

8月31日にCOPOM(金融政策決定会合)が予定されているが、BCBは金融引き締めサイクルを終了したと考えられ、政策金利は12.50%に据え置かれる見通しである。今回の金利据え置きは、国際金融市場

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。

の不透明感や世界経済の減速と無関係ではないが、寧ろ上述の国内経済の明確な減速とインフレの瞬間風速ベースでの鈍化に基づくものと解釈すべきであろう。BCBは既に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際に、声明文から「追加的な利上げの必要性」に関する記載を削除し、金融引き締めサイクルの終了模索を示唆していた。その後示された経済指標が、更なる景気減速とインフレ鈍化を示唆したことから、引き締めサイクルの終了を決断したと考えられる。そうした決断が、世界経済及び金融市場の情勢とも整合した。なお、2011年内のCOPOMは8月31日を含め、10月、12月の3回を残している。経済情勢に照らせば利下げが正当化される可能性もあるため、インフレに関する説明責任との兼ね合いになるが、場合によっては利下げも選択肢となりうるだろう。

リアル相場は上昇一服

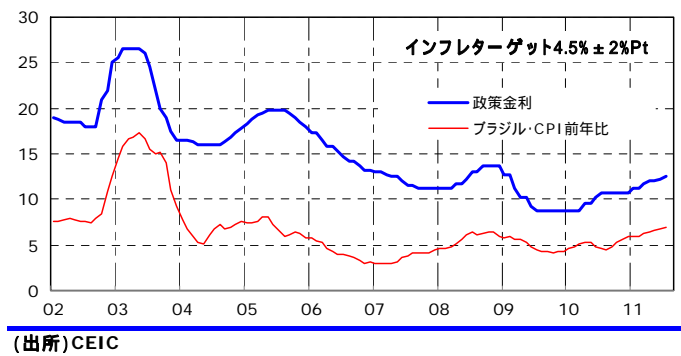
リアル相場は7月に1.529リアル/ドルの最高値をつけた後、リアル高を見込むデリバティブ取引への課税など追加的なリアル高対策³を受けてリアル安方向に幾分戻した。その後、米国債の格下げを受けた世界的なリスクオフの動きを受けて、1.635リアルまで急落したものの、足元では1.61リアル前後まで再び上昇している。利上げサイクルが終了したとの見方が強まっていることから、ブラジルの金利水準は低下傾向にあり、既に2年物国債利回りは8月初めの13%程度から足元で11.5%程度まで低下した。加えて、経済の減速傾向や燻るリスクオフの動きを踏まえれば、リアル高圧力は大幅に和らいだと考えられる。但し、現在のリアル相場水準は、漸く今年5月の水準に戻したに過ぎず、1年前との比較では8.5%ものリアル高となっている（対ドル）。ブラジルにおいて金利先高感が薄れる一方、米国ではゼロ金利の長期化が確実であり、対米金利差は容易には縮小しない。加えて、短期的には景気が減速しても長い目で見れば内需拡大による安定成長が期待されるブラジル経済が、新興国でありながらもセーフヘブンの的に位置づけられる可能性もある。リアル相場は高止まりが続く可能性が高く、ブラジル国内の製造業にとっての苦境は続く。

トピックス：国内産業保護を前面に打ち出した産業政策を公表

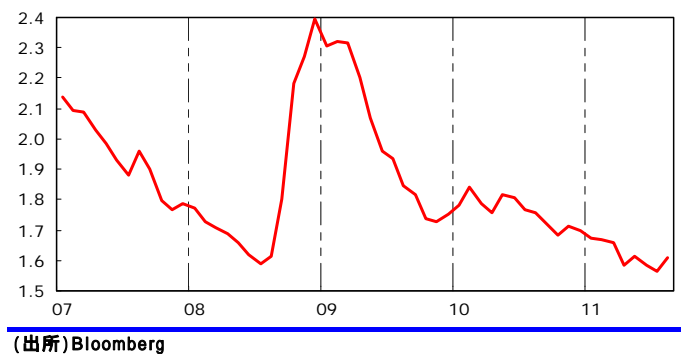
ルセフ大統領は8月2日に、初めての産業政策「ブラジル拡大計画（PBM：Plano Brasil Maior）」を公表した。PBMは投資・イノベーション促進、貿易、国内産業・市場保護の3つの柱からなるが、リアル高で深刻な悪影響を被っている国内産業の保護が前面に打ち出されている。PBMによる減税措置は総額250億リアルに達するとされる。

³ 7月27日にブラジル政府は、リアル高を見込むデリバティブ取引のうち1,000万ドル以上のものに金融取引税（IOF）1%を課税すると公表。将来的には最大25%まで税率を引き上げる方針。また、連邦政府は国家通貨審議会にデリバティブ取引規制権限を付与。マンテガ財務相は「今回の措置で効果が上がらず、ドル安が進行すれば更なる強力な課税措置を採用」とも警告。

ブラジル金融政策



リアルドル相場の推移



①投資・イノベーション促進では 1)資本財や建築資材・トラック・商用車に対する工業製品税（IPI）の減免延長、2)資本財に関する PIS（社会統合基金）と社会保険融資負担金（Cofins）の還付に必要な期間の短縮、3)BNDES（ブラジル国立経済社会開発銀行）による投資向けファイナンススキームの 2012 年末迄の延長、4)イノベーション促進のための政府研究開発基金 Finep の拡充などが挙げられている。

②貿易では 1)工業製品輸出に際し代金の 3%を還付、2)アンチダンピングやセーフガードなどの貿易保護措置の積極的利用、3)不正輸入品の徹底取り締まり、4)輸入税率の引き上げに向けたメルコスール（南米南部共同市場）の枠組み整備、5)特別輸入税制度の中古機械・装置への適用中断、6)輸出企業向けファイナンスと輸出プロモーションの強化などが列挙された。

③国内産業・市場保護では 1)レアル高による輸入製品急増で悪影響を被る家具、履物、繊維、ソフトウェア業界に対して給与税（社会保障費として 20%課税）の減免、2)自動車産業に対して付加価値向上・雇用拡大・イノベーションに資する投資への税的インセンティブ付与、3)政府調達に際して国産品及び国内企業の 25%までの価格アップ容認などである。

現行政策を延長する措置が多い中で、新たな施策として示されたものは、輸出税還付や給与税減税、国内投資インセンティブなどほとんどが国内産業保護を目指すものである。特に自動車産業に対する施策は手厚い。PBM による減税は基本的に 2012 年末までの時限措置だが、③2)に挙げた自動車産業に対する税的インセンティブ寄与は 2016 年までと異例の長さである。同減税措置は未だ詳細が不明だが、政府が付加価値向上・雇用拡大・イノベーションに資すると認定した投資案件に対して IPI を最高で 30%減税するものと考えられる。

こうした自動車産業に対する保護策は、更なる拡大が予想されるブラジルの自動車市場に対する自動車メーカーのアプローチに影響を与える可能性がある。今回の施策は、他の中南米諸国（メキシコやアルゼンチン）などからの供給よりも、ブラジル国内立地を有利にするものであり、日系自動車メーカーの中南米進出行動にも多少の影響を及ぼすかも知れない。