

# Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp  
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

## ブラジル経済の真価が問われる（ブラジル経済 UPDATE）

4～6 月期のブラジル経済は内需加速も輸入急増による外需押し下げで減速。但し 7～9 月期には再加速の動き。今後の懸念材料は、世界的なリスクオフの動きに伴うレアル急落と資本逃避のリスク。財政状態の改善で対応余力はあるものの、市場動向には要留意。中央銀行である BCB は 8 月に 50Bp の利下げに踏み切ったが、インフレ抑制という観点では拙速な行動だった可能性も。

### 4～6 月期のブラジル経済は減速したが再加速の兆しも

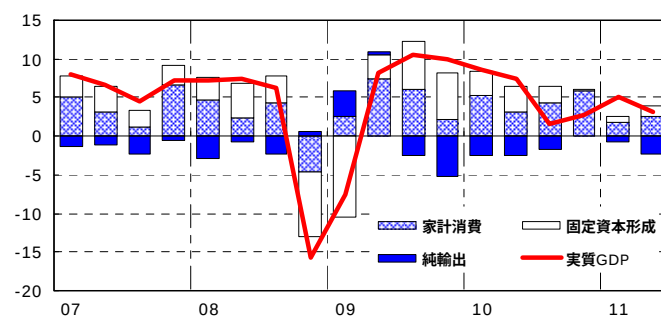
4～6 月期のブラジル経済は前期比年率 3.2%成長と、1～3 月期の 5.0%から減速した。当社は前月時点で 4～6 月期の成長率を 3.5%程度と想定しており、概ね予想の範囲と言える。成長減速の主因は、底堅い内需を受けた輸入拡大とレアル高で伸び悩む輸出の格差による純輸出のマイナス寄与である。4～6 月期の輸出は 9.6%（1～3 月期▲11.7%）と増勢に復したものの、輸入の 26.6%の大幅増加には遠く及ばず、純輸出の成長率に対する寄与度は▲2.3%Pt（1～3 月期▲0.7%Pt、筆者試算）と大幅な押し下げになった。

対して、輸入拡大が示唆するように内需は 4～6 月期に加速している。固定資本形成が前期比年率 7.1%（4.2%）、政府消費も 5.1%（1～3 月期 3.8%）と高めの伸びを確保した。家計消費は 4～6 月期に 3.9%と 1～3 月期 2.8%から伸びが高まったものの、2010 年 7.0%に比べれば勢いを欠いている。但し、後述するように月次データは 7～9 月期の消費拡大を示唆しており、また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 指数も 7 月に前月比 0.5%（6 月▲0.3%）と大幅に上昇するなど、7～9 月期のブラジル経済は良好なスタートを切ったと見られる。なお、当社は 4～6 月期成長率などを踏まえ、2011 年のブラジル経済成長率予想を従来の 4.0%から 3.7%へ引き下げている。

### 個人消費は 7～9 月期に持ち直しの動き

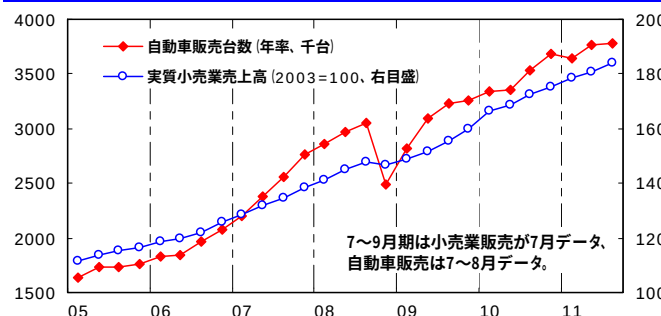
個人消費の代表的な指標である実質小売業販売（自動車販売を含まない）は 4～6 月期に前期比年率 4.9%（1～3 月期 8.4%）へ減速した後、7 月は前月比 1.4%（6 月 0.3%）と急増した。7 月水準は 4～6 月期を 7.6%上回っている。7 月までの累次の利上げによる高金利が響き、自動車販売（当社試算の季調値）は 6 月前月比▲0.3%、7 月▲1.4%と 2 ヶ月連続で減少したが、8

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

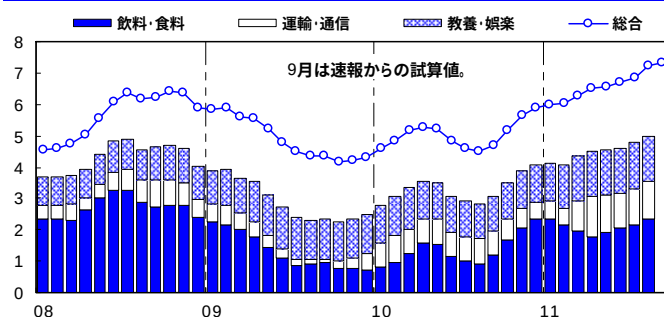
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

月は前月比 1.7%と幾分持ち直した。こうした個人消費の再加速を支えているのは雇用環境の改善であり、失業率は公表値ベース（原系列）で 7 月に 6.0%（6 月 6.2%）へ低下、当社試算の季調値では 5.9%と現行データで初めて 6%を割り込んだ。

## インフレ圧力が残存

2011 年初めに比べれば、上昇ペースこそ幾分鈍化したものの、ブラジル経済のインフレ傾向は変わらない。IPCA（拡大消費物価指数<sup>1</sup>）のヘッドラインは 2011 年初めに前月比 0.8%の高い伸びを示した後、飲料・食料価格の下落を受けて 6 月に 0.15%、7 月も 0.16%と沈静化の動きを見せた。しかし、8 月に再び飲料・食料価格が上昇に転じるとヘッドラインも 0.37%まで高まっている。物価上昇は、飲料や食料に限らず幅広い品目で確認されており、失業率低下に示される雇用の需給引き締めりを背景としてインフレ圧力は残存している。実際、前月比に遅行する前年比は 8 月に 7.2%（7 月 6.9%）まで伸びが高まり、9 月は 7.3%へ更に上昇する可能性が高い。

IPCA前年比と主要分類の寄与度(%, %Pt)

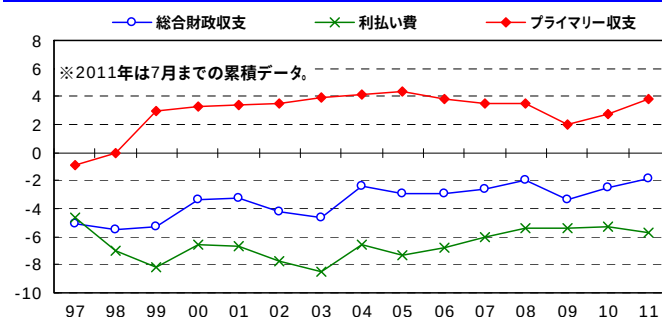


(出所) CEIC Data

## 財政状況に余裕

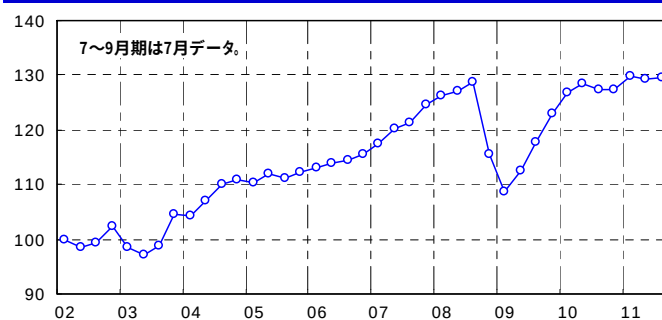
国内経済の拡大による税収増を反映して、財政状況は改善が続いている。ブラジル政府は、2011 年度（ブラジルの会計年度は 1～12 月）のプライマリーバランス黒字目標を従来の 1,180 億レアルから 100 億レアル増額し、1,280 億レアルとした。名目 GDP 比では 2.95%から 3.2%への引き上げとなる。但し、ブラジル政府は 7 月までに、当初目標 1,180 億レアルの 78%を既に達成しており、新目標 1,280 億レアルに対しても既に 72%の黒字を確保済である。つまり残り 5 ヶ月で 28%の黒字を確保すれば良い。中央銀行の集計では 7 月時点での 12 ヶ月累積プライマリーバランス黒字は名目 GDP 比で 3.8%に達し、利払い費を控除した総合財政収支も 7 月に GDP 比で▲1.9%まで低下した。金融危機に伴う景気対策を講じる直前である 2008 年 10 月の総合財政収支▲1.3%、プライマリーバランス黒字 4.1%には届かないものの、プライマリーバランスで黒字を確保しつつ、必要ならば世界経済の減速に財政面で対応策を講じるだけの余裕がブラジル政府にはある。

財政収支の名目GDP比(%)



(出所) BIGE, BCB

製造業生産の推移 (2002年=100)



(出所) Brazilian Institute of Geography and Statistics

## 7月までのレアル高が製造業生産を抑制

こうした内需面と財政面において良好なブラジル経済にとってのアキレス腱は、輸出動向及び対外バランスである。名目輸出（当社試算の季調値）は航空機な

<sup>1</sup> 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。

どの資本財輸出急増を受けて4～6月期に前期比年率51.9%（1～3月期15.5%）と持ち直したものの、7月までの大幅なレアル高が響き、7～9月期は再び軟調に推移しており、7～8月平均は4～6月期対比ではほぼ横ばいに留まっている。ブラジルの主要な輸出先は中南米、中国や日本などのアジア、米国だが、足元では欧州や日本向けの減速が目立つ。こうした輸出低迷は国内の製造業生産にも悪影響を及ぼしており、製造業生産は4～6月期に前期比年率▲2.2%と落ち込んだ後、7月は4～6月期対比で年率0.9%とほぼ横ばいに留まる。

こうしたレアル高の悪影響を懸念し、ブラジル政府は①デリバティブ取引への課税によるレアル高抑制や②国内産業保護のための産業政策、③輸入車や基準を満たさない現地生産車への追加課税による国内自動車生産優遇などの方策を打ち出してきた。しかし、8月以降、レアル相場動向に変化が見られる。

### リスクオフでレアル急落

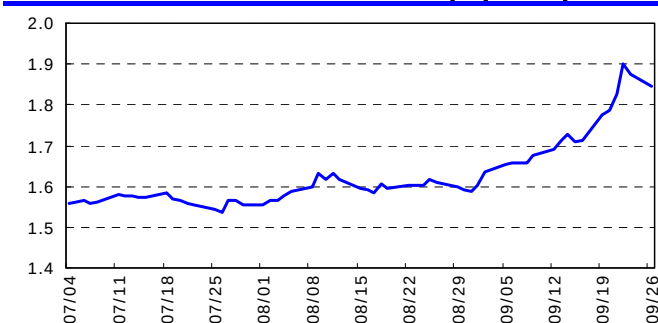
レアルの対ドル相場は7月下旬に1.53台の高値をつけた後、利上げ打ち止め観測の高まりから緩やかに低下していたが、後述する中央銀行による8月末の電撃的な50Bp利下げを受けて、9月上旬に1.67程度まで下落した。ここまではブラジル政府及び中央銀行の思惑に概ね沿った動きだったと考えられる。しかし、欧州ソブリン危機に対する懸念が世界的なリスクオフの動きを招き、新興国通貨の代表格であるレアルも9月22日までの10日間で12%超の急落を余儀なくされ、一旦は1.9の台を割り込んだ。あまりにも急激なレアル安進行に伴う企業の外貨建借入負担増大などの悪影響を懸念し、ブラジル政府は23日に市場介入を実施、レアル相場は1.82程度まで戻している。

### 経常収支赤字構造が抱えるリスク

リスクオフに伴うレアル売りは金融危機の際にも生じ、レアル相場は2008年7月の1.59程度が2008年12月には2.39程度まで急落した。金融危機時の急落に比べれば、現時点でのレアル相場下落は限定的であり、資金逃避も現時点では生じていない模様である（中央銀行によるコメント）。しかし、慢性的な経常収支赤字状態（＝貿易収支黒字＋サービス収支赤字＋所得収支赤字）のブラジル経済にとって、リスクオフの動きに伴う急激な自国通貨安と資本逃避は重大なリスクシナリオであり、それへの抵抗力を見極めることは極めて重要と言える。

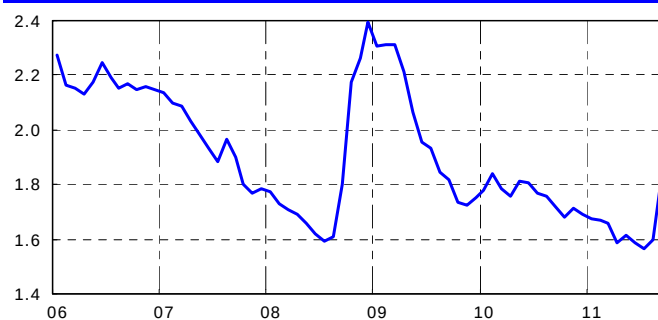
金融危機時との比較で抵抗力を確認しよう。まず経常収支を見ると金融危機時に比べ赤字幅が拡大している。貿易収支は2008年と概ね同程度の黒字を確保しているものの、サービス及び所得収支の赤字幅拡大に

レアルの対ドル相場推移 (2011/7/4～9/26)



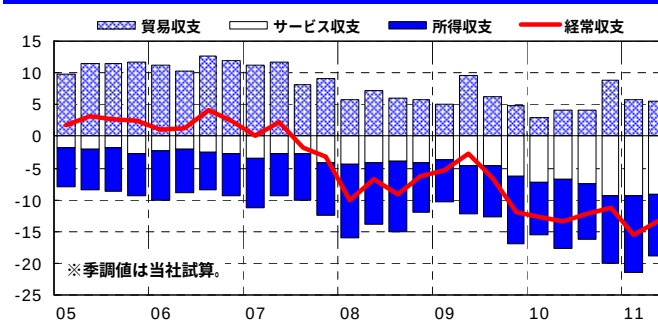
(出所) CEIC

レアルの対ドル相場推移 (2006～2011)



(出所) CEIC

経常収支の推移 (10億ドル、季調値)



(出所) CEIC Data



より経常収支赤字が大きく膨らんだ。サービス収支の悪化は通貨高を受けた海外旅行急増による旅行収支赤字の拡大や海外企業へのライセンス・特許料やリース料支払いの増加によるところが大きい。また、所得収支の悪化には配当金等の支払い急増が影響している。

## 経常収支赤字は直接投資でファイナンス

こうした経常収支の赤字は、資本収支の黒字によりファイナンスされている。2008 年の金融危機直後(2008 年 10 月～2009 年 2 月)にはリスクオフの動きにより、直接投資以外のフローつまり証券投資等が大幅な資金流出(赤字)に陥り、資本収支全体も赤字へ転じたため外貨準備の減少に繋がった。しかし、そうした局面でも、ブラジル経済に対する成長期待から直接投資は黒字を維持し続けた。

足元では直接投資による資金流入が 2008 年当時より

更に加速、2011 年 1～8 月に関しては直接投資の黒字幅が経常収支赤字を大きく上回っている。長期的な資金である直接投資により、経常収支赤字がファイナンスされているのは大きな安心材料と言える。但し、ブラジル経済が、経常収支の赤字構造による対外バランス面での脆弱性を抱えることは否定できない。

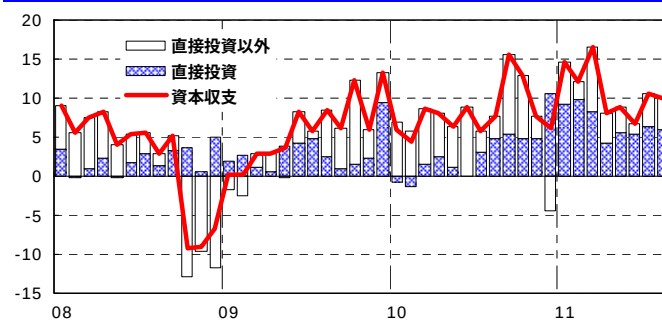
## 短期的な処方箋は適切な政策による成長期待維持

経常赤字構造を短期的に是正するのは不可能のため、自国通貨価値の急落と資本流出に備えた当面の処方箋は、2008 年の金融危機時と同様に適切な財政・金融政策により成長期待を維持し直接投資の流入を確保することになるだろう。直接投資の流入が続けば、証券投資等による資金流出も短期で止まると期待される。既に見たように、ブラジル政府は財政面での対策を講じる余力を有し、資金繰りのバッファーとなる外貨準備も 2011 年 8 月時点で金融危機直前の 1.7 倍にまで膨らんでいる。加えて、投資適格格付け(ムーディーズとフィッチで BBB 相当、S&P で BBB-) も金融危機への対応においては有効に作用すると考えられる。

## 長期的な処方箋は高インフレ・高金利体質の是正

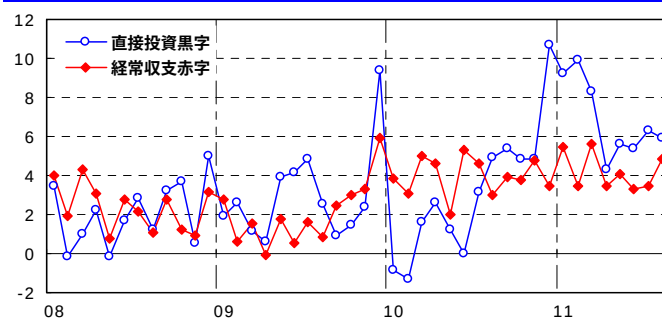
一方、長期的な処方箋は、目新しさはないが高インフレ・高金利体質の是正であろう。既に大幅なプライマリーバランス黒字を確保しているにも関わらず、政府債務残高の削減は十分に進んでいない。これは高インフレ・高金利体質により利払い費用が極めて大きいためである。過剰消費が一因となっている高インフレを抑制するために、政府支出の抑制などがまずは候補となるだろう。過剰消費が抑制され国内貯蓄が拡大すれば、中央銀行が政策金利を引下げる余地が生まれるのみならず、ブラジル経済の海外資本への依存度を引き下げることにも繋がる。海外資本への依存度が低下すれば、当然ながら資本流出に対する頑健性が高まる。

資本収支 (10億ドル)



(出所) CEIC Data

経常収支と直接投資 (10億ドル)



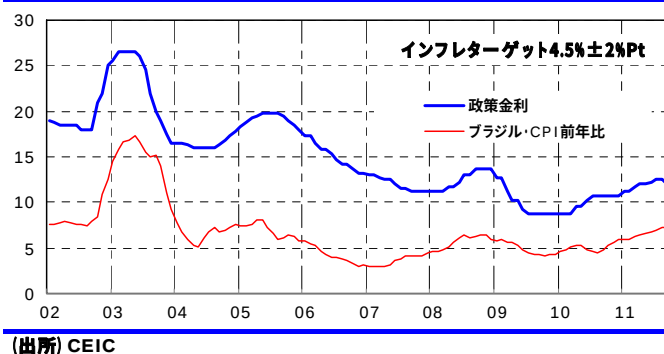
(出所) CEIC Data

## 中央銀行の利下げは是か非か

既に触れたが、ブラジルの中央銀行であるBCBは8月31日に金融政策決定会合（COPOM）を開催し、政策金利を50Bp引き下げ12.0%とした（賛成5 VS 反対2）。7月COPOMにおいて利上げ打ち止めが示唆されていたため、世界経済や金融市場の動向次第では利下げも選択肢になりうる<sup>2</sup>とは考えていた。しかし、インフレ懸念が残る下での50Bp大幅利下げは当社にとっても、多くの市場関係者にとっても想定外だった。

8月COPOMによる大幅利下げの背景に、レアル高抑制を狙った政府サイドからのプレッシャーが存在したことは想像に難くない。既に見たように、製造業の競争力を奪う一方、輸入物価押し下げや海外旅行拡大を通じて過剰消費の一因となっているレアル高を抑制したいとの政府サイドの考えは十分に理解できる。加えて、その後の金融市場の混乱激化などを踏まえればBCBに先見の明があったとの見方さえ出来る。しかし、ブラジル経済にとって長期的な観点で最重要課題と言える高インフレの是正という点を重視すれば、8月利下げは拙速な行動であった可能性が否定できない。インフレリスクが残存する下で、通貨高抑制のために金融政策を割り当てるとするのは適当な選択ではないと考えられる。

## ブラジル金融政策



<sup>2</sup> 8月23日付 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）」を参照。