

## 7～9 月期に急減速したブラジル経済（ブラジル経済 UPDATE）

7～9 月期のブラジル経済は、世界経済減速に伴う輸出鈍化とレアル高による国内製造業の停滞が響き、大きく減速した模様。インフレ率はピークアウトしたものの、個人消費の堅調やタイトな労働需給、レアル安などを踏まえると、インフレ再燃の可能性は否定できず。しかし、ルセフ大統領の景気重視による利下げ方針に基づき、11 月も中央銀行は政策金利引下げ継続の見込み。

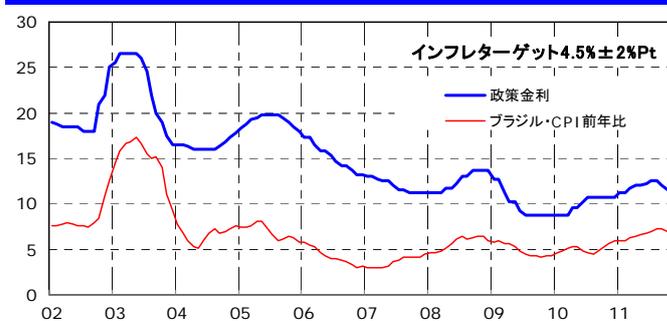
ブラジルの中央銀行である BCB は、11 月 30 日に 2011 年最後の金融政策決定会合（COPOM）を開催する。BCB は 8 月 31 日の電撃的な 50Bp 利下げに続き、10 月 19 日の金融政策決定会合（COPOM）でも政策金利である SELIC 金利を 50Bp 引き下げ、11.5%としたが、11 月 30 日には更なる利下げが確実視されている。ルセフ大統領がインフレ抑制よりも景気重視のスタンスを明確とし、2012 年に 9%まで政策金利を引き下げる意向を示し、BCB のトンビニ総裁もベース効果剥落によるインフレ率低下見通しに基づき利下げ継続の方針を打ち出している。なお、後述するブラジル経済の 7～9 月期急減速を踏まえ、11 月の利下げ幅が 75Bp に拡大するとの観測が一部にあったが、16 日にトンビニ総裁が「金利の緩やかな調整が続く見通し」と述べたことで、利下げ幅の市場予想は 8 月及び 10 月と同様の 50Bp に収斂しつつある。

BCB が GDP の代替指標として試算している月次経済活動指数（IBC-Br）は、8 月に前月比▲0.57%と急低下、9 月も 0.02%とほぼ横ばいに留まった。月次経済活動指数の 7～9 月期は 4～6 月期を年率で 1.3%も下回っており、12 月 6 日に発表される 7～9 月期の実質 GDP 成長率はゼロ程度まで低下する可能性が否定できない（4～6 月期は前期比年率 3.2%成長）。

7～9 月期の経済指標を見ると、個人消費は好調を維持している。株価下落等に伴い消費者信頼感指数は低下、利下げ前の高金利を受けて新車販売も前期比年率▲0.6%（4～6 月期 5.3%、当社試算の季調値）と小幅減少に転じたものの、個人消費の総合的な指標である実質小売業販売は前期比年率 6.4%（4～6 月期 4.4%）と寧ろ伸びを高めた。雇用情勢も、失業率が 6%近傍で推移するなど安定している。

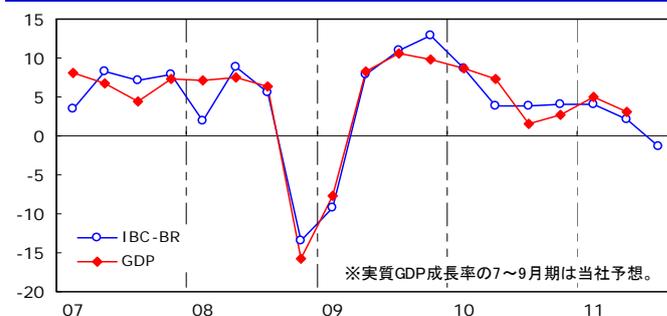
7～9 月期に成長の足を引っ張ったのは、輸出及び製造業と考えられる。まず、輸出額（ドル建て、当社試算の季調値）は 4～6 月期の前期比年率 51.1%が 7～9

## ブラジル金融政策



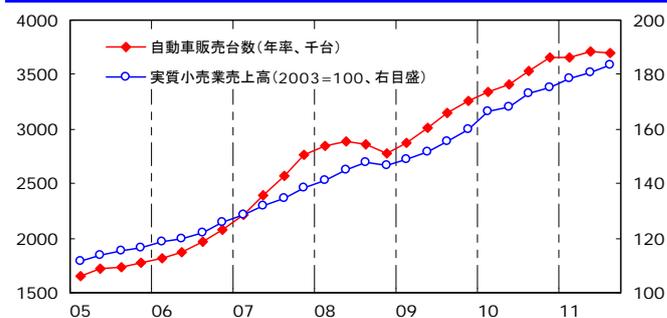
(出所)CEIC

## 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

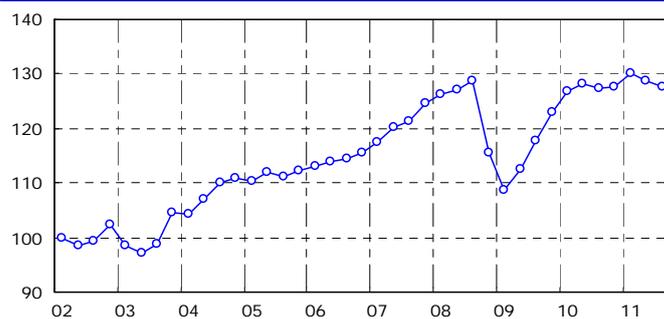
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

月期は前期比年率 2.9%とほぼ横ばいまで減速、数量ベースでも 3.2% (4~6 月期 13.5%) へ大きく減速した。輸出額の内訳を見ると、レアル高の影響が相対的に大きいと考えられる工業製品 (2010 年ウエイト 39.4%) が 4~6 月期前年比 12.3%から 7~9 月期 8.1%へ減速したのみならず、鉄鉱石や農産物などが中心の一次産品 (同 44.6%) も 4~6 月期 43.7%から 7~9 月期 33.6%へ伸びが鈍化している。世界経済減速などが影響したと推測できる。なお、輸入は 4~6 月期急増の反動から 7~9 月期は減少に転じており (当社試算の季調値、4~6 月期前期比年率 53.8%→7~9 月期 ▲4.6%)、純輸出は 7~9 月期に成長を押し上げたと考えられるが、月次経済活動指数や個人消費の推移を踏まえれば、輸入減は在庫圧縮というかたちで、間接的に成長率を押し下げた可能性が高い。

レアル高の影響は、輸入増加による国内生産の圧迫という面も大きい。顕著なのは、自動車である。レアル高に伴う価格競争力向上を背景に、輸入車販売は 7~9 月期に前年比 35.0% (4~6 月期 38.0%) と引き続き高い伸びを維持し、国内販売 (国内総供給=国内生産-輸出+輸入) における輸入車のシェアは、2010 年 7~9 月期 18.4%が 2011 年 7~9 月期には 22.5%まで上昇している。こうした輸入車のシェア拡大により、国内販売向け生産は大きく圧迫され、7~9 月期には前年比 0.9% (4~6 月期 2.2%) まで減速した。自動車メーカーは、中南米において国単位で、車種別の生産棲み分けを行っているため、レアル高の元でも輸出は 8.6% (4~6 月期 9.9%) と小幅の伸び鈍化に留まったが、国内向けの落ち込みにより、7~9 月期のブラジル国内自動車生産は前年比 1.9% (4~6 月期 3.0%) まで減速している。自動車生産の低迷などにより、製造業生産 (ブラジル政府公表の季調値) は 7~9 月期に前期比年率 ▲3.9% (4~6 月期 ▲3.5%) と 2 四半期連続の減少を余儀なくされ、製造業の稼働率は 81.9%と 2010 年 1~3 月期以来の水準まで低下した。こうした製造業生産の低迷は、設備投資の抑制などにも繋がり、7~9 月期の成長を押し下げたと考えられる。

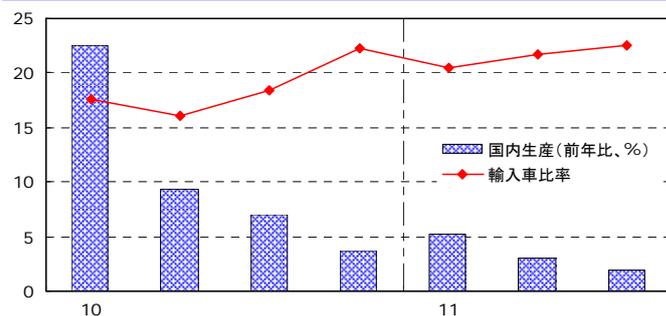
なお、ブラジル政府は、国産化比率が 65%に達しない自動車に対する工業製品税 (IPI 税) の 30%追加課税など、国内自動車産業保護策を公表している。当初、政府は 10 月にも追加課税を行う方針だったが、最高裁判所が増税には 90 日の猶予期間が必要と決定したことから、増税開始は 12 月中旬からとなる予定である。現地生産が進展している欧米・日本メーカーの多くと異なり、新規参入の中韓メーカーは完成車輸入及びノックダウン生産が主力のため、追加増税の対象となる可能性が高い。そのため、中韓メーカーはブラジル政府に対し、国産化比率達成のための猶予措置などを求めている。しかし、既に自動車メーカ

## 製造業生産の推移 (2002年=100)



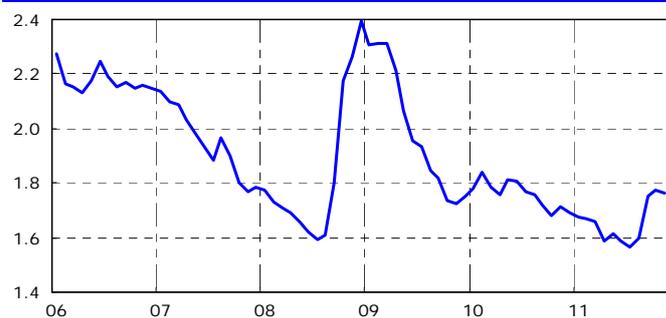
(出所)CEIC Data

## ブラジル自動車生産の推移



(出所)CEIC Data

## レアルの対ドル相場推移 (2006~2011)



(出所)CEIC

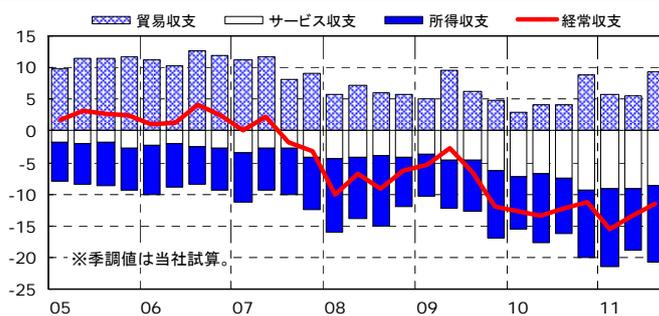
一が進出済の地域と中韓メーカーの工場新設が計画され雇用創出が見込まれる地域の間で、利害が真っ向から対立することもあり、猶予措置に関する結論は未だ出ていない模様である。

前述の輸入減少に伴う貿易収支の改善が寄与し、貿易収支の黒字幅は 2009 年 4~6 月期以来の水準まで拡大し、2 年ぶりにサービス収支の赤字幅を上回った。所得収支の赤字幅は拡大したものの、貿易・サービス収支の黒字化により経常収支の赤字幅は縮小している。一方、資本収支を見ると、欧州ソブリン問題を受けた投機筋のポジション巻き戻しなどが響き、9 月にブラジルの証券投資等の収支は赤字に陥った（資本流出）。しかし、証券投資等は 7~9 月期で見れば黒字を確保、そして何よりも、長期資金と考えられる直接投資収支が安定的な黒字を続けている。ソブリン問題を受けたリアル下落にも関わらず、直接投資収支の安定的な黒字と経常収支の赤字幅縮小により、ブラジルの対外ファイナンス構造は寧ろ安定度合いを増した。

ブラジルのインフレ率を示す IPCA（拡大消費物価指数<sup>1</sup>）は 10 月に前年比 6.97%と 3 ヶ月ぶりに 7%を割り込んだ。但し、前月比では 0.43%（9 月 0.53%）と未だ高めの伸びが続いている。トンビニ総裁が言うようにインフレ率は 2012 年前半に 5%台前半まで低下する可能性が高いが、これは足元のインフレ率低下よりも、ベース効果剥落の影響が大きい。個人消費の堅調推移や失業率が示す労働需給の逼迫、ソブリン問題懸念からのリアル相場下落などを踏まえれば、2012 年後半にかけてインフレが再び加速するリスクは否定できないだろう。何よりもブラジルにおいては、経済主体の期待に高インフレが組み込まれている。

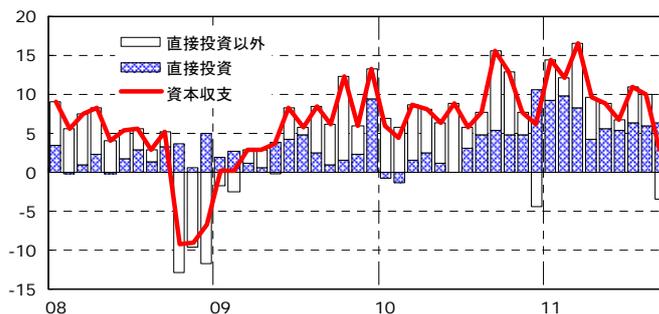
7~9 月期の成長率低下見込みや 2012 年前半にかけてのインフレ率低下見通しに照らせば、BCB の積極利下げは時宜を得たものとなる。しかし、7~9 月期の景気減速の内容次第では、利下げは必ずしも妥当な選択肢とはならない可能性がある。今後明らかとなる 7~9 月期 GDP などを精査する必要があるが、7~9 月期成長率低下の主因が海外経済にあり、かつ一時的であり、加えて個人消費が堅調推移を維持し、国内労働需給がタイトなままであれば、利下げは通貨減価こそ促すことにはなるものの、同時にインフレリスクを高めることになるためである。そもそもインフレリスクを抱えるブラジル経済においては、通貨減価という政策目的に利下げを割り当てるのは妥当ではない。当社は、中央銀行による積極利下げ自体を否定するわけではなく、仮に金融危機が生じれば、当然ながら、金融・財政政策を総動員して対応すべき

## 経常収支の推移(10億ドル、季調値)



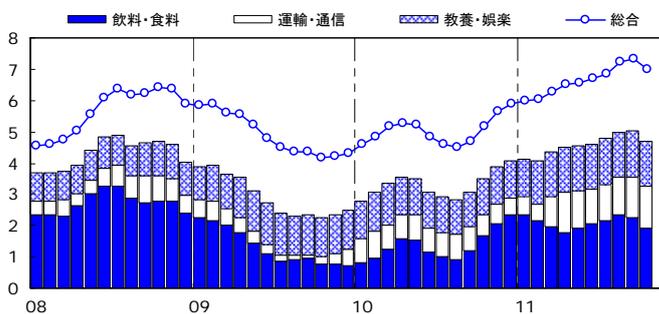
(出所)CEIC Data

## 資本収支(10億ドル)



(出所)CEIC Data

## IPCA前年比と主要分類の寄与度(%、%Pt)



(出所)CEIC Data

<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。

と考える。しかし、インフレを軽視した過剰な利下げが、ブラジル経済にとって、長期的な安定成長への移行の観点から早期に解決すべき構造問題である「高インフレ体質」を温存する方向に働く可能性がある点には留意が必要であろう。