

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

景気低迷に対しブラジル政府が積極対応（ブラジル経済 UPDATE）

ブラジル経済は7～9月期にゼロ成長へ失速。10月も低迷は変わらず、2四半期連続のマイナス成長によるリセッションのリスクを否定できず。但し、雇用情勢は堅調推移が続き、マインドが改善方向にあるなど明るい兆しもあり。また、政府は減税などの景気刺激策を積極的に講じており、12月からプラスの効果を示す見込み。景気刺激のために、中銀も積極的な金融緩和を進めているが、2012年にインフレが再燃するリスクには留意が必要。

7～9月期はゼロ成長、内需低迷

7～9月期のブラジル経済は前期比横ばい、年率換算では▲0.2%と僅かながらマイナス成長へ転じた。マイナス成長は金融危機による2008年10～12月期の年率▲15.8%、2009年1～3月期の▲6.5%以来である。ただ、市場ならびに当社も概ねゼロ成長を予想していたため、サプライズはない。

需要項目別の動き（一部、当社推定）を見ると、内需項目が、個人消費4～6月期前期比年率2.2%→7～9月期▲0.3%、固定資本形成5.3%→▲0.7%、政府消費7.9%→▲2.6%といずれも低調に推移した。外需については、輸出が4～6月期9.5%→7～9月期7.4%と底堅く推移する一方、内需低迷を受けて輸入が22.9%→▲1.5%と減少に転じたため、純輸出は1.1%Pt（7～9月期▲2.0%Pt）のプラス寄与に転じている。但し、その純輸出寄与の半分程度は輸入減少と先行きの不透明感の高まりに対応した在庫圧縮（在庫投資の寄与度▲0.4%Pt）により相殺された。内需寄与度が▲1.3%Pt、外需寄与度は1.1%Ptである。

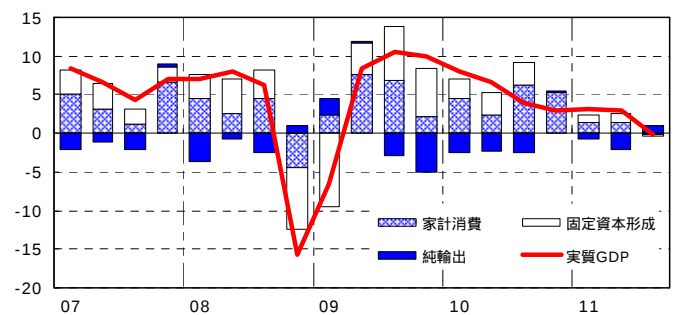
外需の押し上げや固定資本形成及び在庫投資の押し下げは概ね予想通りも、小売業販売が7～9月期に加速していたこともあり、個人消費が若干とはいえ減少にまで転じたのは想定外であった。個人消費の落ち込みには、夏までの利上げによる耐久財消費の低迷や消費者マインドの悪化などが寄与したと考えられる。

一方、産業別GDPを見ると、農林水産業が前期比年率13.6%（4～6月期▲2.2%）と持ち直す一方、レアル高による製造業の低迷を受けて鉱工業が▲3.4%（4～6月期0.8%）と大きく落ち込んでいる。また、サービス業も▲1.1%（4～6月期3.3%）と低調だった。サービス業の低迷には、金融仲介や通信の減速が影響した模様である。

10～12月期もマイナス成長のリスク

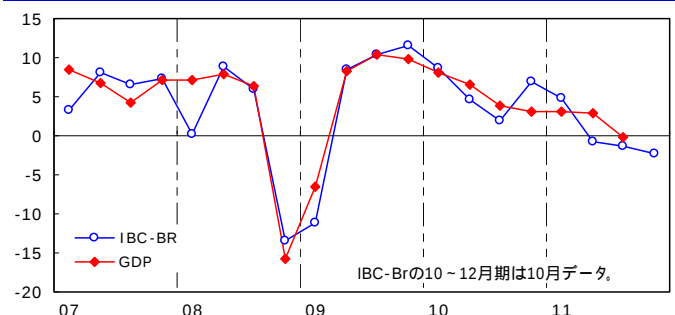
10～12月期については、多くの経済指標が未だ10月分データまでの公表に留まる。中央銀行であるBCBが試算する月次GDPに相当するIBC-Br指数は10月に前月比▲0.3%（9月▲0.1%）と3ヶ月連続で下

実質GDP（前期比年率、%）



（出所）CEIC Data

GDP成長率とIBC-Brの推移（前期比年率、%）



（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。

落し、低調なスタートを切った。11月と12月の持ち直し無かりせば、ブラジル経済は2四半期連続のマイナス成長に転落、リセッション入りする可能性がある。

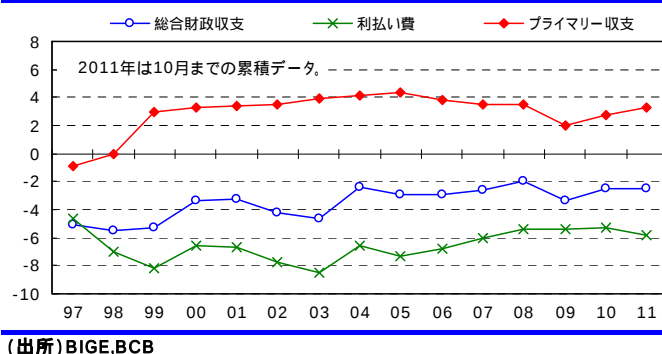
政府が積極的な景気テコ入れ策

但し、表面的なマイナス成長が示すほどにはブラジル経済のファンダメンタルズは痛んでいないと考えられる。7～9月期の個人消費は落ち込んだが、雇用者数は増加を続け、失業率は10月に5.9%（当社試算の季調値、公表値は5.8%）と史上最低水準まで低下した。7～9月期の消費を圧迫した消費者マインドも9月をボトムに10月、11月と上昇している。加えて、ブラジル政府は多方面から国内経済のテコ入れに動いている。12月1日には間接税であるIPI税（工業製品税）を白物家電に関して大幅に引き下げ¹、これを受けて小売店では12月の販売価格を大幅に引き下げた。同時に、政府系金融機関は耐久消費財購入に関するクレジット供与を増額しており、減税措置と共に12月以降の個人消費を押し上げる見込みである。他にも、社会保障関連負担の軽減や金融取引関連税の免税などの景気刺激策が講じられている。また、ブラジル政府が公表済の、夏までのレアル高に対応した国内自動車保護政策²も年明け以降、製造業の持ち直しに繋がることが期待できる。

2012年にプライマリー黒字は縮小も財政悪化とまでは言えず

こうした財政面からの景気テコ入れ策は当然に、国家財政の悪化に繋がる。2011年10月時点でプライマリー黒字の名目GDP比は3.3%となっており、2011年は2010年の2.8%を上回る黒字を確保出来ると見込まれる。一方、2012年は、各種の景気テコ入れ策や最低賃金引き上げに伴う公務員給与増加で政府支出が膨らむため、プライマリー黒字は名目GDP比2%台半ば程度まで悪化する可能性が高い。とは言え、現時点では、財政悪化が懸念されるほどの状況とは言えないだろう。ルセフ大統領は景気テコ入れ策や社会保障関連支出の拡大には積極的な一方、その他の政府支出拡大には慎重な姿勢を維持している。なお、11月にはS&Pがブラジル政府の格付けをBBBへ引き上げ、これで主要格付け会社ムーディーズ、フィッチ、S&Pの格付けが並んだ。慎重な財政政策運営の継続によって漸くここまでの格付け向上を達成したことや、格付け上昇によるファイナンス面でのメリットを踏まえれば、格下げに繋がるほどの放漫財政をブラジル政府が行うとも考えにくい。

財政収支の名目GDP比(%)



欧州ソブリン問題を受けて資本収支がボラタイルな動き

対外ファイナンス面を見ると、欧州ソブリン問題を受けた海外投資家のレパトリエーションや新興国投資回避の動きから証券投資等が資金流出に転じたため、資本収支の黒字幅は9月及び10月に縮小した。しかし、11月は証券投資等が資金流入へ転じ、資本収支の黒字幅は再び拡大している。なお、11月に直接投資の黒字幅が今年最低の水準まで落ち込んだことは、安定的な資金流入の観点から若干気にかかる動きと言える。但し、未だ単月の動きに過ぎず、また黒字幅は縮小したとは言え、歴史的に見れば高めの水準であること、長期的なブラジル経済の成長期待が失われたとは考えにくいことなどを踏まえれば、過度の

¹ ガスオープン 4%→0%、冷蔵庫 15%→5%、洗濯機 20%→10%。

² 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。詳細は過去のレポートを参照。

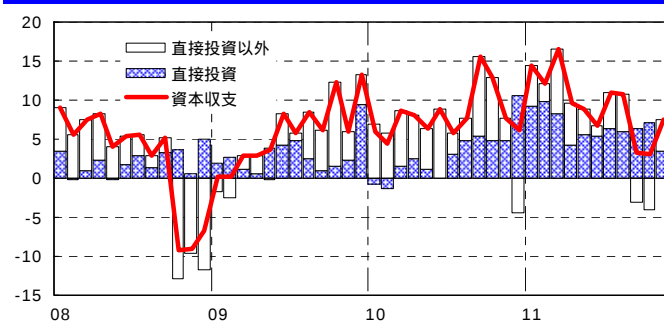
懸念は不要であろう。なお、11月は経常収支の赤字幅（原数値）が今年最大の規模まで拡大し、直接投資の黒字幅を2010年7月以来1年4ヶ月ぶりに上回った（但し、資本収支の黒字幅は下回った）。これは11月の輸出が伸び悩む一方、輸入が拡大したためだが、輸出伸び悩みに、欧州経済の低迷や商品価格の下落に加えて、輸出業者に対する特別払戻税導入を控えての輸出抑制の動きも影響した可能性があるだろう。一方、輸入拡大の内訳を見ると、消費財や資本財が目立ち、内需持ち直しを受けた動きの可能性もある。

レアルの対ドル相場は、欧州ソブリン問題を受けた新興国通貨売りの下で下落基調にある。一層のレアル下落は対外ファイナンス面のみならず、ドル建て借入負担の拡大を通じて国内企業業績にとって悪材料となりかねない。但し、現在のレアル相場水準は2010年初めとほぼ同程度であり、現時点では過度なレアル安というほどではない。

長期的にはインフレが最大の課題

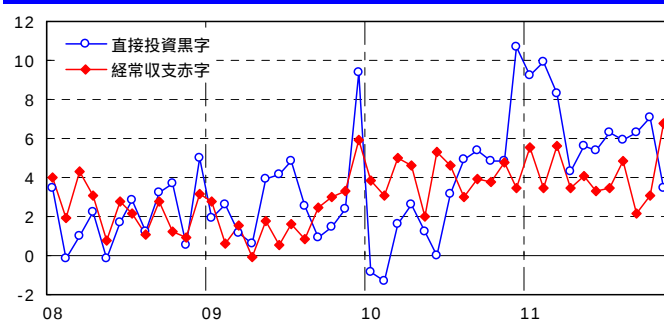
ブラジル経済における長期的な懸念材料は、やはりインフレ昂進とそれに由来する絶対的な金利水準の高さ及びレアル高のリスクであろう。9月に前年比7.31%まで高まったインフレ率（OPCA：拡大消費物価指数³）は11月に前年比6.64%へ低下し、中央銀行がインフレ目標として掲げる4.5%±2%Ptの上限である6.5%に近づいた。12月は前述の減税策による価格低下も寄与すると考えられるため、インフレ率が6.5%を下回る可能性もある。但し、12月のインフレ率低下は減税に加え、昨年的大幅上昇の反動というベース効果に支えられており、加えて低失業率が示す労働需給の逼迫や2012年に予定されている14.3%もの大幅な最低賃金引き上げ（2011年は6.9%、2010年9.7%）を踏まえれば、インフレ圧力が沈静化したとは未だ言い難い。実際、11月のインフレ率を瞬間風速で見れば、前月比年率6.4%とインフレ目標の上限にほぼ一致する。つまり、現状ペースが継続するだけではインフレ目標の上限である6.5%が精一杯で、中央値の4.5%には向かわない。

資本収支(10億ドル)



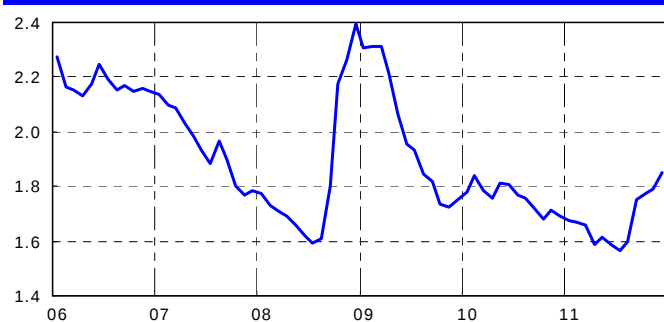
(出所)CEIC Data

経常収支と直接投資(10億ドル)



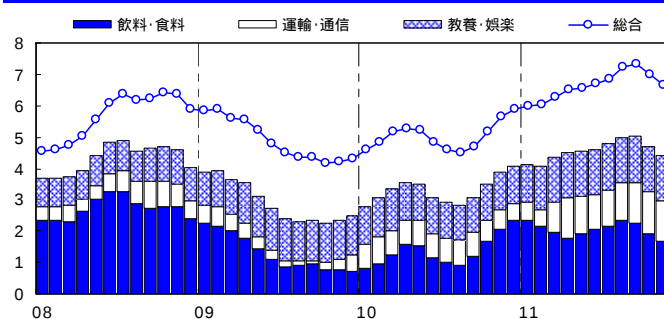
(出所)CEIC Data

レアルの対ドル相場推移(2006~2011)



(出所)CEIC

IPCA前年比と主要分類の寄与度(%, %Pt)



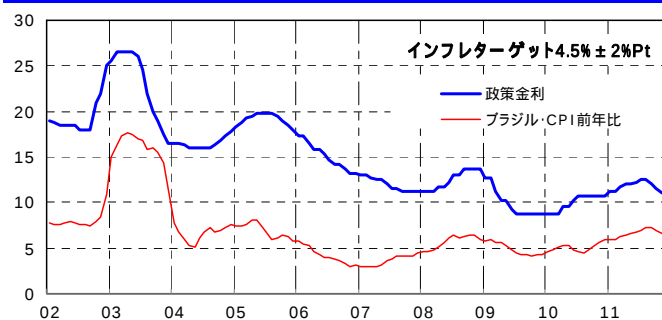
(出所)CEIC Data

³ 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。

中央銀行は積極利下げも 2012 年にインフレ再加速のリスク

ブラジルの中央銀行である BCB は、11 月 30 日の 2011 年最後の金融政策決定会合（COPOM）において政策金利である SELIC 金利を 50Bp 引き下げ、11.0%とした。利下げは 3 回連続、SELIC 金利はピークの 12.5%からは既に 150Bp 引き下げられている。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ていることもあり、2012 年前半も利下げは続く見込みである。毎回 50Bp の利下げであれば 5 月 29～30 日の会合で SELIC 金利は 9%に達する。景気面のみを捉えれば、積極利下げは、足元の景気低迷に沿った合理的な動きと言える。但し、その一方で、ブラジル経済が 2012 年にかけてのインフレ再加速リスクを包含していることもまた確かである。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こともあり、インフレ面にこそ慎重な政策配慮が必要と考えられる、インフレが再加速すれば、実質所得押し下げを通じて低所得層の生活を圧迫、更なる財政出動を求める悪循環に繋がるほか、インフレ抑制のための名目金利引き上げ観測から企業行動にも悪影響を及ぼす。短期的な観点からの景気刺激も必要だが、長期的な観点からのインフレ抑制及び安定こそが、金融政策においては重要である。それが、長期的にはインフレ抑制を通じて名目金利水準の低下にも繋がり、経済の安定的な成長をもたらす。

ブラジル金融政策



(出所)CEIC