

景気刺激策で持ち直しの動き（ブラジル経済 UPDATE）

財政・金融両面での景気刺激策が効果を発揮し始め、2011年11月以降、ブラジル経済は個人消費を中心に持ち直しの動きを見せつつある。12月も個人消費の持ち直しは継続し、10～12月期は2四半期ぶりのプラス成長を確保する可能性が高い。但し、海外経済低迷による逆風は止まないため、今後の景気拡大は緩やかなものに留まる見込み。2011年12月のインフレ率は、インフレターゲットの上限である6.5%に低下したが、インフレ圧力は根強く、インフレ率は高止まりが続くだろう。大統領の利下げ方針を受けて、中央銀行は9%まで政策金利を引き下げると予想。

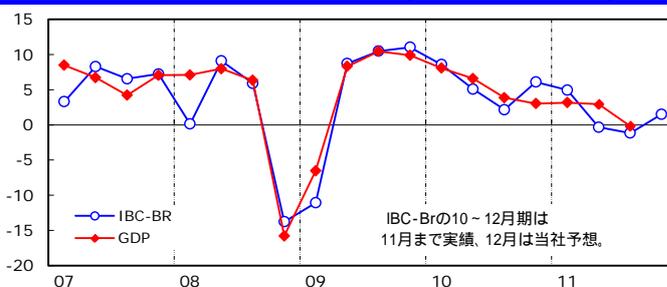
10～12月期のブラジル経済はプラス成長へ転換か

ブラジル経済が持ち直しの動きを見せつつある。中央銀行のBCBが試算する月次GDPに相当するIBC-Br指数は2011年11月に前月比1.1%（10月 0.5%）と4ヶ月ぶりに上昇した。政府の景気刺激策や政策金利の引き下げによる金融緩和が効果を発揮し始めたと考えられる。ブラジル経済は、10～12月期のはじまる10月に低調なスタートを切ったため、7～9月期の前期比年率 0.2%に続き2四半期連続のマイナス成長が懸念されていた。しかし、12月も持ち直しが続けば、10～12月期はプラス成長へ転換することになる。

家計部門に刺激策の効果

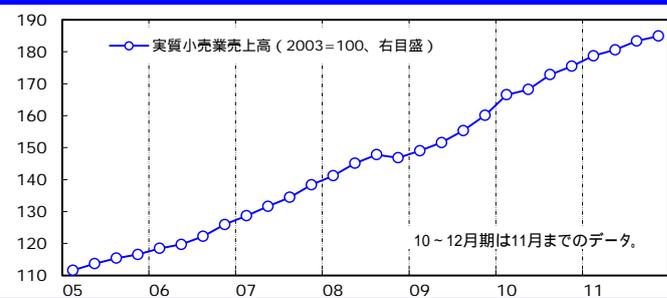
家計部門を中心に、個別の経済指標からも、改善の動きが確認できる。個人消費の代表的な指標である実質小売業売上高は10月に前月比横ばいに留まった後、11月は1.3%と明確に増加した。新車販売台数（当社試算の季調値）も9月前月比 0.5%、10月 0.2%と減少した後は、11月0.3%、12月0.3%と緩やかながらも持ち直している。消費支出に先行すると考えられる消費者信頼感指数（2005年9月=100）は、9月の114.7をボトムに、12月は119.6まで改善した。ブラジル政府は12月1日に間接税であるIPI税（工業製品税）を白物家電に関して大幅に引き下げ¹、また政府系金融機関は耐久消費財購入に関するクレジット供与を増額した。他にも、政府により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、後述する中央銀行の大幅利下げにより金融コストも低下し

GDP成長率とIBC-Brの推移(前期比年率、%)



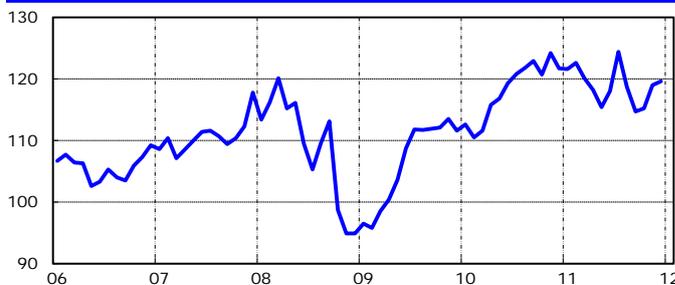
(出所)CEIC Data

実質小売業売上高の推移



(出所)CEIC Data

消費者信頼感の推移(2005/9=100)



(出所)CEIC Data

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

ている。こうした一連の景気刺激策により、個人消費は12月も回復を続けた可能性が高い。

海外経済からの逆風は止まず

一方、企業部門は、海外経済の低迷を受けて低調なままである。欧州向けの落ち込みなどを主因に、ブラジルの輸出は12月に前年比5.8%（11月23.1%）まで減速した。一桁台の前年比は2009年12月以来、実に2年ぶりである。当社試算の季調値でも12月は前月比2.1%（11月2.6%）と落ち込んでおり、GDPベースの輸出は7~9月期の前期比年率7.4%に続き、10~12月期も低い伸びを余儀なくされた模様である。輸出の低迷を受けて、製造業生産も振るわず、11月の前年比は2.9%（10月2.4%）までマイナス幅が拡大した。但し、季調値では11月に前月比0.3%（10月0.7%）と、断定はできないが、下げ止まりとも解釈可能な動きを示している。レアル安の進行が、競争力改善に寄与しはじめた可能性がある。

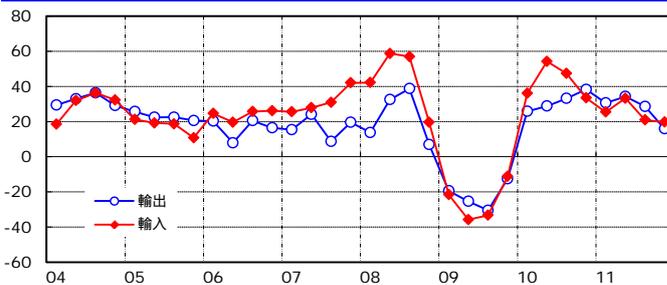
2012年は緩やかな成長を予想

ブラジル経済は、財政・金融両面からの刺激策により、個人消費を中心に持ち直しの動きを見せつつある。2011年10~12月期は2四半期ぶりのプラス成長へ転じ、リセッション入りを回避した可能性が高い。海外経済低迷による逆風は引き続き厳しく、先行きを楽観視することは出来ないが、財政面に余裕があることを考えれば、2012年も緩やかな拡大を確保できるだろう。当社では、ブラジル経済の成長率を2011年2.9%、2012年2.7%、2013年3.8%と予想している（中央銀行の2012年成長率予想は後述するように3.5%）。

インフレのリスクは引き続き上振れ

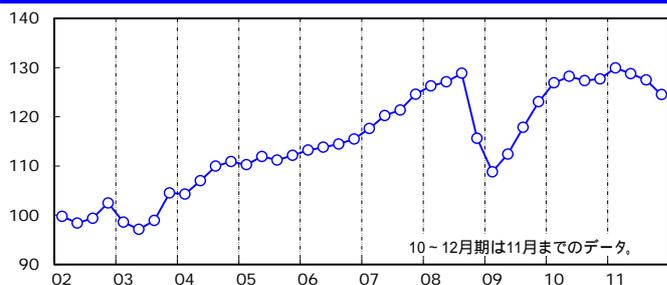
インフレ率（IPCA：拡大消費物価指数²）は2011年9月の前年比7.31%をピークに低下へ転じ、12月には6.50%と、中央銀行がインフレ目標として掲げる4.5%±2%Ptの上限に一致した。しかし、12月にかけてのインフレ率低下は減税に加え、昨年的大幅上昇の反動というベース効果によるところが大きい。加えて、低失業率³が示す労働需給の逼迫や、今年1月からの14.1%もの大幅な最低賃金引き上げ（2011年は6.9%、2010年9.7%）を加味すれば、

輸出入の推移(ドル建、前年比、%)



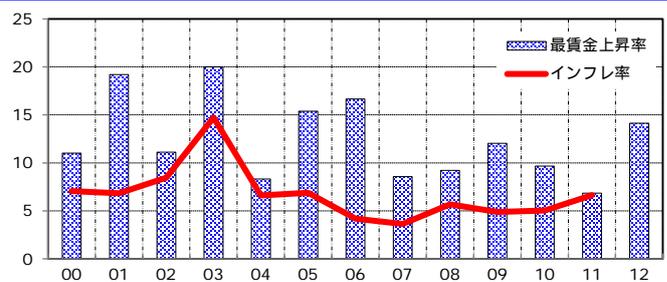
(出所)CEIC Data

製造業生産の推移(2002年=100)



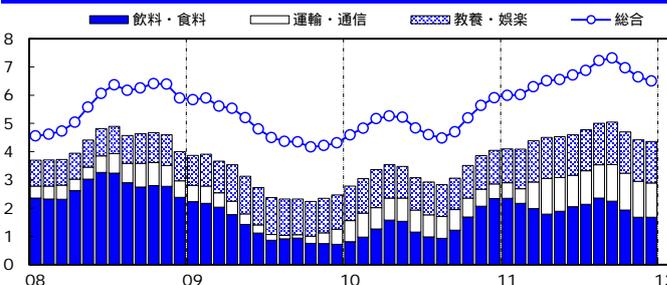
(出所)CEIC Data

最低賃金上昇率とインフレ率(前年比、%)



(出所)CEIC Data

IPCA前年比と主要分類の寄与度(%, %Pt)



(出所)CEIC Data

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。

³ 2011年11月の失業率は公表値の原系列で5.2%、当社試算の季調値でも5.5%と極めて低い水準。

インフレに関するリスクは引き続き上振れ方向である。インフレ率を瞬間風速で見れば、11月が前月比年率6.4%、12月も6.2%とインフレ目標の上限に近い。現状ペースが継続するだけでは、インフレ目標は上限近くの6%台に留まり、中央値の4.5%には近づかない。

9%までの利下げを予想も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、2012年最初の金融政策決定会合を1月17～18日に開催し、政策金利であるSELIC金利の50Bp引き下げを決定した。利下げは4回連続であり、SELIC金利はピークの12.5%から200Bp引き下げられて10.50%となった。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、9%まで政策金利を引き下げる意向を示しているため、今後も利下げが継続すると見込まれる。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、上述のように、ブラジル経済が2012年にインフレ再加速リスクを孕んでいることも忘れてはならない。ブラジルでは、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。なお、BCBは2012年の成長率を3.5%、インフレ率は4.7%と予想している。

SELIC誘導目標の推移(%)

