

## 持ち直しの動きが続く ( ブラジル経済 UPDATE )

ブラジル経済は7～9月期にマイナス成長を余儀なくされたが、金融・財政両面による刺激で10～12月期には小幅のプラス成長へ復帰した模様。2012年も内需拡大が成長を支えるものの、海外からの逆風が厳しい下で、2012年の成長率は3%に届かないと予想。インフレ率は足元で低下基調にあるが、中央銀行のインフレ目標の中央値である4.5%までは低下しない見込み。ブラジル政府と中央銀行は金融緩和と引き締め気味の財政政策によるポリシーミックスを企図。

ブラジル経済は内需主導で持ち直しつつある。前回1月のレポートにおいて、主として11月までの統計に基づいて、ブラジル経済に持ち直しの動きがみられると指摘した。その持ち直しは、12月以降も継続している模様である。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月前月比1.3%、12月0.6%と2ヶ月連続で上昇し、四半期でも7～9月期の前期比年率0.8%が10～12月期は1.1%と、3四半期ぶりのプラスへ転換した。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ていると考えられる。

ブラジル経済は2011年7～9月期に前期比年率0.2%と、金融危機に見舞われた2009年1～3月期以来のマイナス成長を余儀なくされた。しかし、IBC-Br指数に基づけば、マイナス成長は1四半期で終わり、3月6日に公表される10～12月期の成長率は小幅のプラスに転じたと見込まれる。

### 家計部門に刺激策の効果

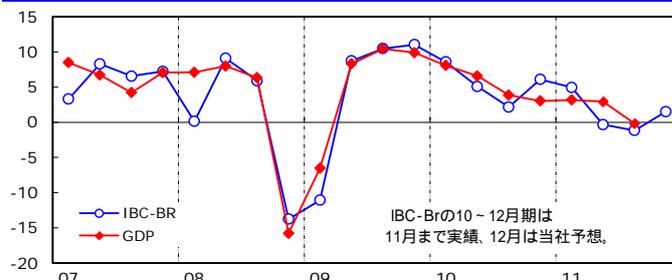
持ち直しの動きは、家計部門が中心である。個人消費の代表的な指標である実質小売業売上高は2011年11月前月比1.2%、12月0.3%と2ヶ月連続で増加し、四半期ベースで見ても、10～12月期に前期比年率4.5%(7～9月期6.2%)と増勢を維持した。政府が12月1日に間接税であるIPI税(工業製品税)を白物家電に関して大幅に引き下げたこと<sup>1</sup>や政府系金融機関による耐久消費財購入に関するクレジット供与の増額、中央銀行の利下げによるクレジット金利負担の低下などを受けて、家電販売が12月に前月比2.6%と高い伸びを示している。また、12月16日からの国産化比率65%以下の輸入車に対する増税を控えて自動車販売も11月5.5%、12月3.3%と膨らんだ。消費者信頼感指数(2005年9月=100)も9月の114.7をボトムに、12月は119.6まで改善しており、マインド改善も個人消費拡大の一因になった模様である。但し、消費者信頼感指数は、年明けの

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

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

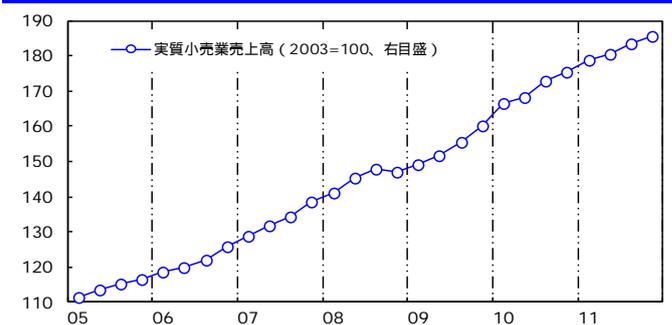
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

### 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

2012年1月に116.0まで再び急落しており、今後の動向が注目される。

## 海外経済からの逆風は止まず

財政金融政策の挺入れにより、個人消費が持ち直す一方、海外からの逆風は寧ろ強まっている。輸出数量指数（当社による季節調整値）は2011年7~9月期の前期比年率3.5%に続き、10~12月期も4.8%と緩やかな伸びに留まった。仕向け地別には、言うまでもなく欧州向けが顕著に落ち込んでおり、加えて欧州と関係の深い中南米向けも低調である。一方、米国向けやアジア向けは相対的に底堅い。

数量指数の公表は12月までだが、既に2012年1月分の公表されているドル建て名目輸出額は前年比6.1%（12月5.8%）と引き続き低い伸びにとどまり、低調推移が続いている。輸出の低迷を受けて、製造業生産も、2011年10~12月期に前期比年率6.5%（7~9月期3.8%）と3四半期連続で減少、かつ減少幅も大きく拡大した。

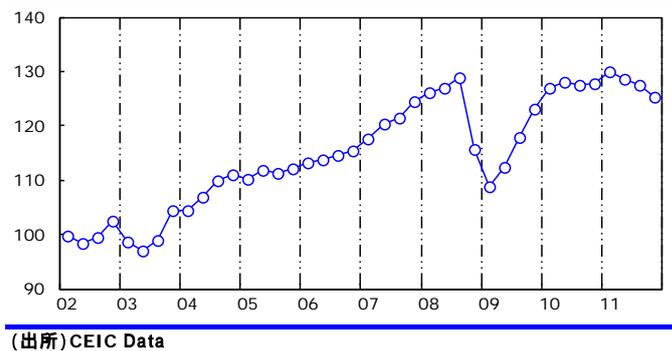
## 2012年は3%を下回る成長を予想

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ている。海外経済低迷による逆風を、所得水準の向上により厚みを増しつつある中間層による消費活動が吸収していると考えられる。しかし、それでも海外からの逆風を打ち返しての高成長まではとても見込めないだろう。2012年について、マンテガ財務大臣は4%を超える成長を、中央銀行であるBCBも3%台半ばの成長を見込んでいる。しかし、そうした高成長に対する期待は早晚剥落すると考えられる。当社では、従来から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。

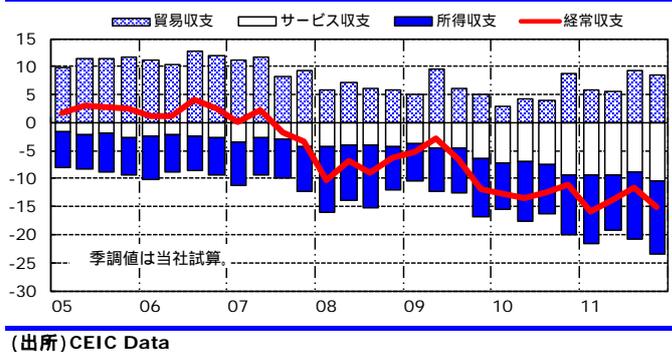
## 直接投資による資金流入が経常赤字を上回る

2011年の経常収支は526億ドルの赤字となり、赤字幅が前年から11.2%拡大した。資源高の恩恵もあり貿易収支の黒字幅こそ拡大したものの、リースや運輸などを中心とした支払増加やブラジル人の海外旅行増加（旅行支払増加）によりサービス収支が大きく悪化、また海外企業のブラジル進出拡大を受けて配当金などの支払いも嵩んだため、所得収支の赤字幅も膨らんだ。こうした経常収支の赤字は、2011年に760億ドルまで拡大した直接投資によりファイナンスされており、当面の資金繰りに問題はみられない。また、証券投資も、ソブリン問題懸念を受けたリスクオフの動きから昨年9月と10月に資金流出を余儀なくされたものの、11月以降は資金流入を回復している。2012

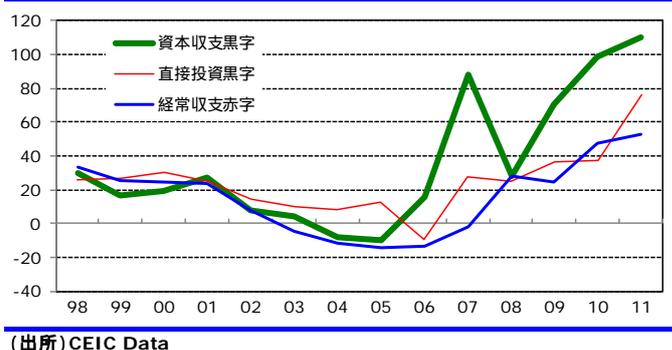
## 製造業生産の推移 (2002年=100)



## 経常収支の推移 (10億ドル、季調値)



## 経常収支と直接投資 (10億ドル)



年に入ってから、複数のブラジル企業が大型起債に成功、またブラジル政府も外貨建国債の発行を行った。起債条件の改善なども踏まえれば、ファイナンス環境は概ね良好と解釈できる。

但し、ブラジル経済は輸出構造が資源関連や一次産品に依存しているため、貿易構造が極めて脆弱な点は引き続き懸念材料と言わざるを得ない。安定的な外貨獲得や将来に向けての国内産業育成の観点から、自動車セクターなど第二次産業の競争力強化が必要と考えられる。

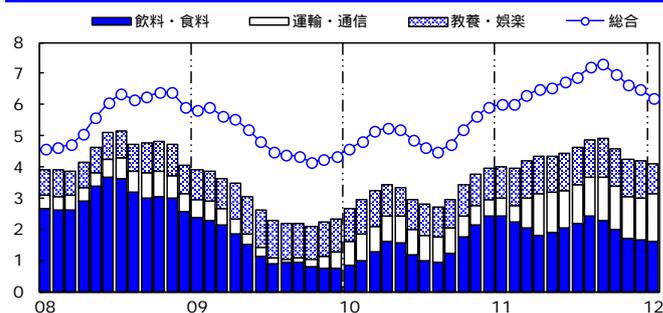
## インフレのリスクは引き続き上振れ

インフレ率（IPCA：拡大消費物価指数<sup>2</sup>）は2011年9月の前年比7.31%をピークに減速へ転じ、2012年1月には6.22%まで低下した。但し、瞬間風速を示す前月比は11月以降0.5～0.6%で安定的に推移しており、更なる減速は見られない。2月の中旬データは0.53%と引き続き0.5%台の伸びである。この0.53%が2月以降続いた場合のIPCA前年比をシミュレートすると、4月に5.4%まで低下した後に反転し、11月には6.54%と再びインフレ目標の上限である6.5%を上回ってしまう。つまり、BCBのインフレ目標を中央値である4.5%までは低下しない。これは単純なシミュレーションだが、低失業率<sup>3</sup>が示す労働需給の逼迫や、1月からの14.1%の大幅な最低賃金引き上げ<sup>4</sup>などを加味すれば、インフレに関するリスクは上振れ方向と判断せざるを得ない。

## 9%までの利下げを予想もインフレ再加速のリスク

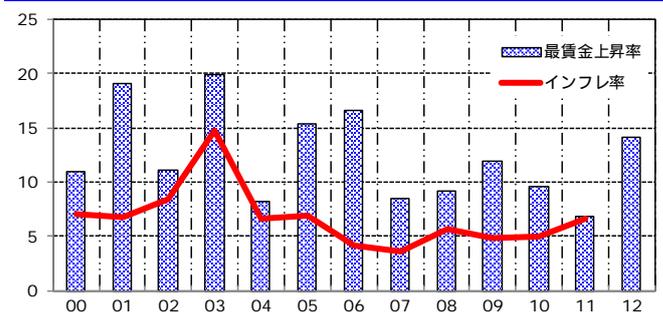
ブラジルの中央銀行であるBCBは1月COPOM（金融政策決定会合）でも、政策金利を50Bp引き下げた。利下げは4回連続、政策金利であるSELIC金利はピークの12.5%から200Bp引き下げられ10.5%となっている。ルセフ大統領がインフレ抑制よりも景気重視のスタンスを明確とし、9%まで政策金利を引き下げる意向を示しているため、今後も利下げは継続が見込まれる。BCB自身も1月のCOPOM議事要旨において、SELIC金利の一桁台への低下を示唆している。当社では、3月・4月・5月の各COPOMでも50Bpの利下げが実施され（2月は会合なし）、SELIC金利

IPCA前年比と主要分類の寄与度（%、%Pt）



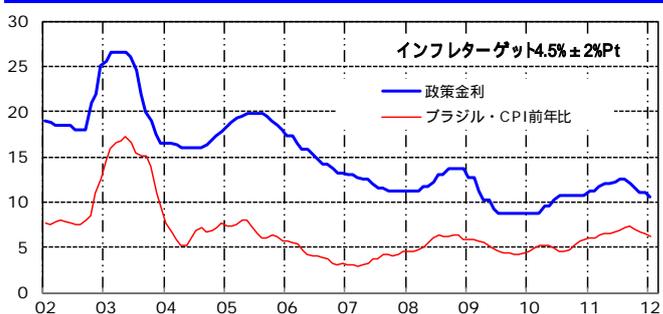
(出所)CEIC Data

最低賃金上昇率とインフレ率（前年比、%）



(出所)CEIC Data

ブラジル金融政策



(出所)CEIC

<sup>2</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。なお、2012年からウェイトが変更され、食料や衣服教育、通信のウェイトが低下する一方、住居や家電、運輸、保健医療のウェイトが上昇した。2011年に上昇が顕著だった食料のウェイト低下はインフレ率を押し下げる方向に寄与する。一方、住居や運輸のウェイト上昇はエネルギー価格変動による影響が増すことを意味している。

<sup>3</sup> 2011年12月の失業率は公表値の原系列で4.7%と極めて低い水準である。

<sup>4</sup> ブラジルの最低賃金は前々年の成長率（7.5%）と前年のインフレ率（6.6%）に連動する。

が9%まで引き下げられる可能性が高いと従来から予想している。

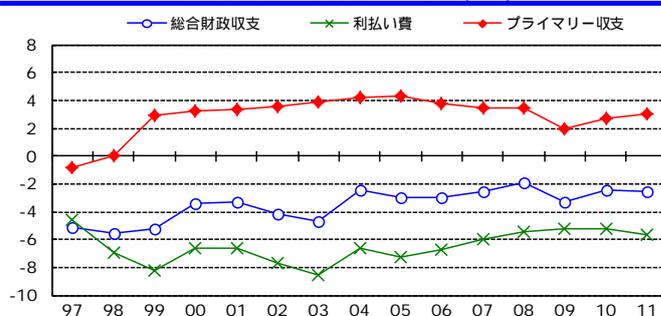
## 2012年も2011年並みのプライマリーバランス黒字を目指す

上述の通り、インフレリスクが残存する下ではあるが、中央銀行は景気配慮を重視し積極的な利下げを継続する可能性が高い。そうした利下げがインフレ高騰に繋がるか否かは、財政政策とのポリシーミックスがカギを握る。

2月15日に、ブラジル政府は2012年度予算（会計期間は1月～12月）について、当初計画から550億レアルの歳出削減に踏み切り、プライマリーバランス黒字を2011年実績と同じ、名目GDP比で3.1%にすることを目指すとした。当初予算ではプライマリーバランス黒字は2.5%程度が計画されており、当初予算対比では大幅な財政政策の引き締めとなる。そもそも当初予算が水膨れしていたとの指摘もあるが、高金利・高インフレかつ財政に拡大バイアスのあるブラジルについて財政緊縮路線の維持は基本的に好感できるものと言えるだろう。そもそも、ブラジルについては公的部門の過大なプレゼンスがインフレ率を高める方向に寄与している可能性が否定できない。

歳出圧縮と中央銀行による利下げが概ね見合うかたちで行われ、インフレ昂進リスクを排除しつつ金利引き下げが実現できれば、金利低下による民間需要刺激のみならず、物価に連動する社会保障費用や利払い費の節減にもつながる。ただ、こうしたポリシーミックスが実現するか否かが、微妙な政治判断と政策運営に多くを依存している点には注意が必要である。もしインフレ抑制に失敗し、高インフレと景気低迷が併存する事態に至れば、政治的不安定を招きかねない。

財政収支の名目GDP比 (%)



(出所) BIGE, BCB