

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

構造変化の見極めには時間（ブラジル経済 UPDATE）

ブラジル経済は 2011 年 10～12 月期に消費けん引によりプラス成長へ復帰も、暦年ベースでは 2010 年 7.5%成長から 2011 年 2.7%へ急減速。レアル高と世界経済減速による輸出低迷が影響。中央銀行は景気減速とインフレ鎮静化を受けて利下げペースを加速。中央銀行は、ブラジル経済の構造変化による中立金利の低下も指摘するが、構造変化の有無の見極めには要時間。

10～12 月期はプラス成長に復帰も、2011 年通年では大幅減速

ブラジル経済は 2011 年 7～9 月期に前期比年率 ▲0.3%のマイナス成長に陥った後、10～12 月期は 1.4%のプラス成長へ復帰した。概ね予想通りの結果であり、サプライズはない。一方、暦年成長率は 2010 年 7.5%が 2011 年は 2.7%へ急減速した。急減速は、2010 年が 2009 年低迷の後で異例の高成長であったことの反動が大きいものの、レアル高と世界経済減速による輸出や国内製造業の低迷も寄与した。

消費は堅調維持

直近 10～12 月期について需要項目別の動向を見ると、家計消費が前期比年率 4.5%（7～9 月期 ▲0.2%）と大きく反発し、成長をけん引したのが目立つ。暦年で見ても、2010 年 6.9%に続き、2011 年 4.1%と高い伸びを維持しており、ブラジル経済全体が減速する下でも、家計消費は好調を維持したと言える。

輸出低迷と政府支出抑制が押し下げ寄与

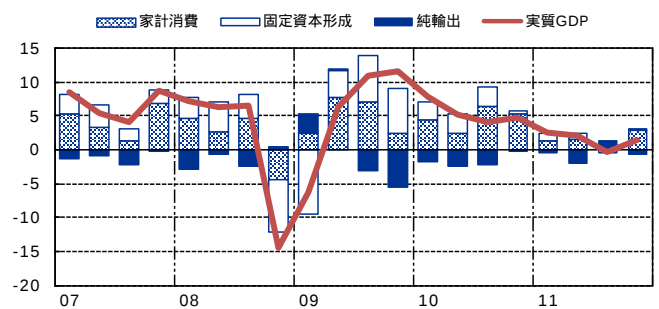
一方、成長抑制に寄与したのが、輸出入のアンバラン

スと政府支出の抑制である。まず、上述した旺盛な消費需要とレアル高による輸入価格低下を受けて輸入の伸びが、輸出を上回る状況が続いている。10～12 月期も輸入は前期比年率 10.8%増加、輸出の伸び 7.6%を大きく上回り、純輸出は実質 GDP 成長率を前期比年率寄与度で 0.7%Pt 押し下げた。暦年ベースで見ても、輸入の伸びは 2010 年前年比 35.9%、2011 年 9.9%と、輸出の 2010 年前年比 11.5%、2011 年 4.5%を大きく上回っている。

ルセフ大統領は、ルラ前大統領から引き継いだ低所得者向け支援や、消費刺激や製造業支援には積極的だが、全体の財政支出については抑制的に対応している。政府消費は 2011 年 10～12 月期に前期比年率 1.6%（7～9 月期 ▲3.3%）、2011 年通年でも 1.9%（2010 年 4.2%）と経済成長を下回る伸びにとどまった。また、公共投資のみならず民間投資も含まれるが、固定資本形成も 10～12 月期が前期比年率 0.7%（7～9 月期 ▲1.5%）、2011 年通年でも 4.8%（2010 年 21.5%）に減速している。非効率で高賃金の公的部門の拡大抑制は財政収支の改善のみならず、インフレ抑制にも繋がると考えられる。ただ、歳出抑制に対して

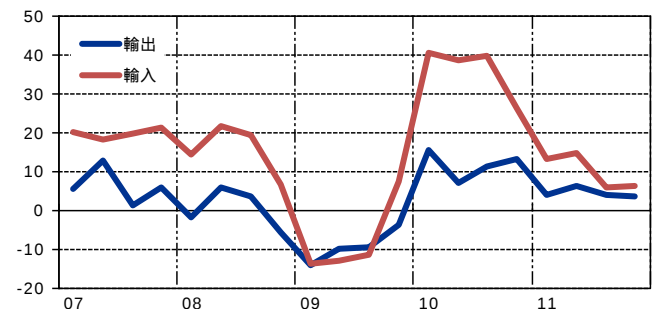
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

実質GDP (前期比年率、%)



(出所) CEIC Data

輸出と輸入の推移 (GDPベース、前年比%)



(出所) CEIC Data

は、議会側の反発も大きく、ルセフ大統領が財政抑制路線を維持できるかは予断を許さない。

1～3 月期も消費主導で成長、カーニバルで統計に歪み

2012 年 1～3 月期について、現時点で主たる経済指標は、失業率、輸出入、鉱工業生産など僅かしか公表されておらず、情報が限られる。まず、個人消費は 1～3 月期も底堅い推移が見込まれる。失業率は 1 月も 5% 台の低位推移が続き（原数値 5.5%、当社試算の季調値 5.7%）、消費者信頼感指数は 12 月 119.6 が 1 月こそ 116.0 へ低下したものの、2 月は再び 119.4 まで上昇しており、インフレ率や金利の低下もあり、個人消費を取り巻く環境は良好である。貿易動向について見ると、輸出が緩やかに持ち直している。ドル建て名目輸出の前年比は 12 月 5.8% が 1 月 6.1%、2 月 7.7% と高まった。米国向けなどを中心に工業製品の輸出が回復している（12 月 4.5% → 1 月 4.6% → 2 月 12.1%）。一方、名目輸入の前年比は 12 月 17.6%、1 月 17.7% が 2 月に 5.0% と急低下したが、リオのカーニバルの影響が大きいと考えられる¹。また、鉱工業生産は 1 月に前月比 ▲2.1%（12 月 0.5%）と大幅に減少した。自動車セクターが ▲30.7%、鉱業も ▲8.4% と大きく落ち込んだ影響が大きい。自動車セクターは 2012 年からの排ガス規制強化を受けて、駆け込み需要からトラック販売及び生産が昨年末に膨らんだ反動が大きいほか、カーニバルに伴う販売店の営業日数減少を踏まえた生産抑制も影響した模様である（2 月に乗用車販売は前年比 ▲11.1% と大きく落ち込んだ）。一方、鉱業は大雨による生産停滞が響いた。

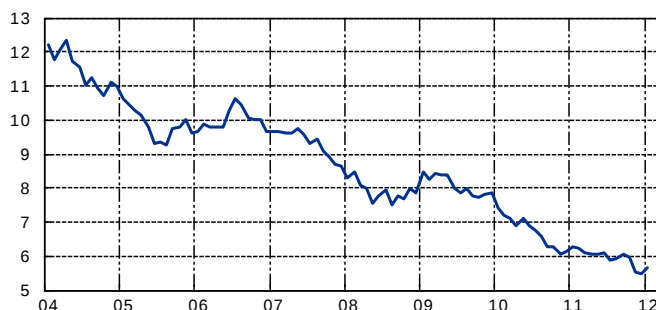
以上を踏まえると、1～3 月期のブラジル経済は個人

消費の堅調推移や輸出の持ち直しによりプラス成長の維持が期待される。鉱工業生産の落ち込みは特殊要因の影響が大きく、ブラジル経済全体の動きを反映はしていないと判断される。

成長率予想は 2012 年 2.6%、2013 年 3.0%

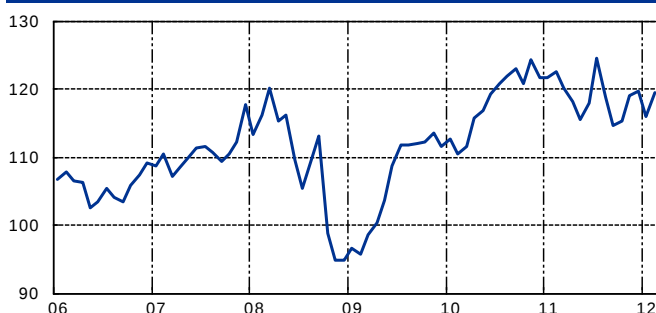
4～6 月期以降もブラジル経済は、政府の消費喚起策や中央銀行の積極的な利下げなどもあり、回復基調を維持すると見込まれる。しかし、リアル高などの重石は変わらず、ブラジルと関係の深い欧州経済の低迷による逆風も止んでいない。そのため、当社では、2012 年の成長率が 3% を上回るのは難しいと予想している。成長率見通しは 2012 年 2.6%、2013 年 3.0% である。

失業率（季調値、%）



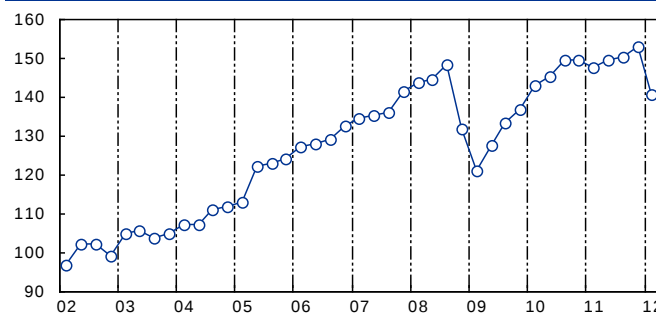
（出所）CEIC Data

消費者信頼感の推移（2005/9=100）



（出所）CEIC Data

鉱工業生産の推移（2002年=100）



（出所）CEIC Data

¹ リオのカーニバルの開始日は昨年が 3 月 15 日、今年は 2 月 18 日。2011 年も輸入は、2 月前年比 31.6% が 3 月は 17.8% に急減速している。

インフレ率は6%を割り込む

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%をピークに低下しており、2012年2月には5.85%と2011年1月以来の6%割れを記録した。瞬間風速を示す前月比も1月までの0.5%超が、2月は0.45%と0.5%を割り込んでおり、インフレ鎮静化が鮮明化しつつある。但し、内訳を見ると住居や保健医療など上昇ペースが加速している品目も多く、なお動向を見極める必要があるだろう。

中央銀行は9%まで利下げの見通し

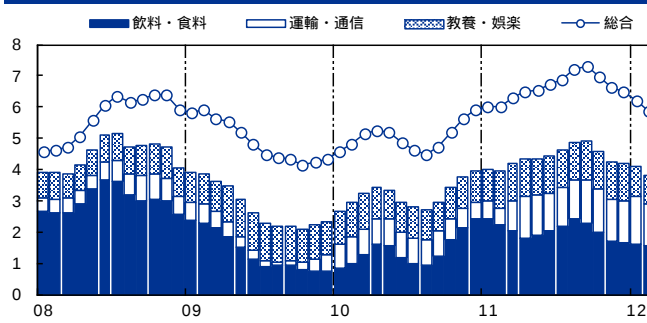
2011年後半の景気減速と、インフレ率の低下を受けて、中央銀行であるBCBは利下げサイクルにあるが、3月6～7日のCOPOM（金融政策決定会合）では政策金利の引き下げペースを従来の50Bpから75Bpに加速させた。利下げは5回連続であり、政策金利であるSELIC金利はピークの12.5%から275Bp引き下げられ9.75%とついに10%を割り込む水準まで低下した。

議事要旨によると、COPOMでは2名が従来通り50Bpの利下げを主張したが、5名は景気及びインフレ動向から75Bpの大幅利下げが正当化されると判断し、利下げペースの加速が決定された。同じく議事要旨によると、COPOMメンバーは過去最低水準（8.75%）を若干上回る水準までの利下げが妥当と判断している模様であり、次回4月17～18日のCOPOMでも75Bpの利下げに踏み切り、政策金利を9%とした後、利下げサイクルを一旦休止する可能性が高い。従来、当社は5月COPOMで政策金利が9%へ引き下げられた後、利下げサイクルが休止されると予想してきたが、3月COPOMで利下げペースが加速したため、政策金利が9%に到達するタイミングは一ヶ月前倒しされる見込みである。

中央銀行の言う構造変化は本物か

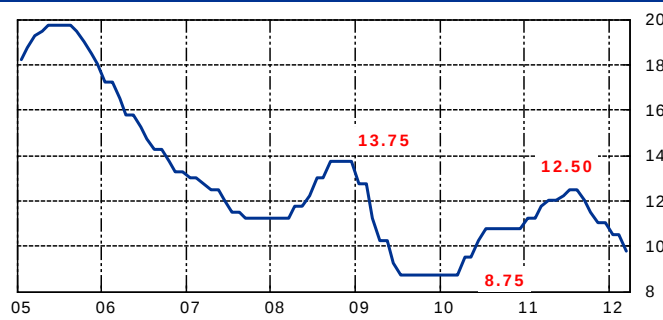
COPOMの議事要旨では、ブラジル経済に構造変化が生じており、従来よりも低金利がふさわしくなりつつある旨の認識が示されている。すなわち、現在の速いペースでの利下げは、循環的な部分に加え、中立金利の低下による部分も伴っているとの見解である。こうした中央銀行の認識が正しければ、ブラジル経済の最大の懸案事項である高インフレ・高金利体質が解消しつつあるということになり、より安定的な成長への道が開け、ブラジル経済の競争力も高まる。ルセフ大統領が推し進めている財政緊縮路線も、高インフレ・高金利の一因である公的部門に変革を迫るものであり、中央銀行の見解に合致する動きとも言えるだろう。しかし、現時点でブラジルにそうした構造変化が生じていると判断する材料は乏しい。構造変化を主張するためには、少なくとも、経済が安定成長する下で、インフレ率と金利水準が低位で安定することを示す必要がある。真にブラジル経済に構造変化が生じているのか否かの判断には、なお時間が必要だろう。

IPCA前年比と主要分類の寄与度（%、%Pt）



（出所）CEIC Data

SELIC誘導目標の推移（%）



（出所）BCB

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。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。