

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

持ち直しに向けた動きはあるが... (ブラジル経済 UPDATE)

ブラジル経済は持ち直しに向けた動きを示しているものの、その動きは未だ極めて脆弱。個人消費は堅調だが、輸出や固定資本形成が低調。但し、レアル急落を受けて、輸出や固定資本形成に反転の兆し。潜在的なインフレ圧力は変わらず、エネルギー価格の低下によりインフレ率は当面低位で推移。中央銀行はレアル相場の過度な下落に対しては介入などで対処する一方、利下げを継続する見込み。

経済は持ち直しに向けた動きを示すも、未だ脆弱

ブラジル経済は、持ち直しに向けた動きを示しているものの、その動きは未だ極めて脆弱である。2012年1～3月期のブラジル経済は前期比年率0.8%とプラス成長を確保した。2011年7～9月期に▲0.6%とマイナス成長に転落した後、10～12月期0.7%、1～3月期0.8%と2四半期連続のプラス成長である。但し、1～3月期成長率の公表に伴い7～9月期は年率▲0.3%から▲0.6%へ、10～12月期も1.4%から0.7%へ下方修正され、修正後の計数は持ち直しと言うよりは底這いと言える内容にとどまる。後述する4～6月期のポジティブな動きを踏まえれば、方向は持ち直しと言えるが、力強さは未だ見られない。

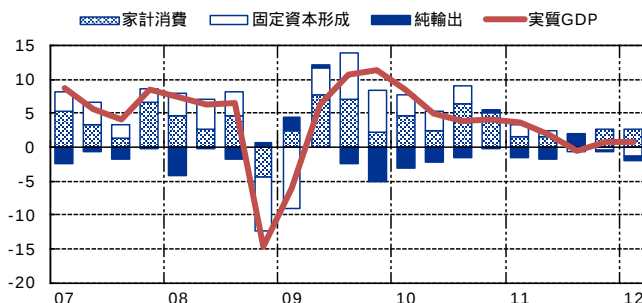
個人消費は好調持続

1～3月期の成長率を需要項目別に見ると、まず個人消費の好調持続が目立つ。個人消費は10～12月期前期比年率4.0%に続き、1～3月期も同じく4.0%の大幅増加を示した。失業率の低下に示される雇用所得環境の改善が消費拡大の基礎にあるほか、政府の消費喚起策¹も寄与している。マインドも極めて高い水準にある。代表的な個人消費関連指標である実質小売業販売は4月に前月比0.8%（3月0.3%）と増勢を維持した。4～6月期については、1～3月期急増の反動から伸び鈍化は避けられないが、消費の拡大基調が維持されていると判断できる。

自動車在庫圧縮を狙い政府が支援策

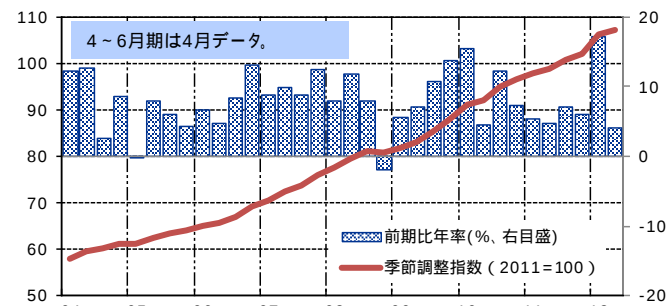
消費全体は堅調だが、自動車販売は2011年後半から低迷している。低迷の主因は、自動車ローンの信用状態の悪化を受けた金融機関側の信用供与抑制である。個人消費全体が好調なことを踏まえると、2010年迄

実質GDP（前期比年率、%）



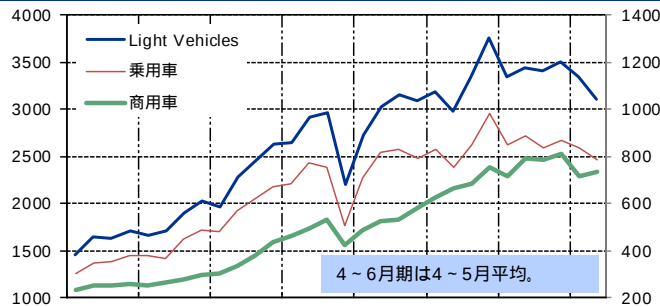
(出所) CEIC Data

実質小売業売上高（2011=100, 前期比年率、%）



(出所) CEIC

新車販売の推移（年率、千台、季調値）



(出所) CEIC

¹ 家電、住居関連品目の減税など。

の販売急拡大を受けた短期的に必要な自律的調整と位置づけられる。ただし、ブラジル政府は、過度に積み上がった自動車在庫が自動車生産の抑制に繋がり、ひいては製造業全体にも停滞をもたらしている点を重視し、また業界団体からの要請も踏まえ、自動車販売喚起策を5月21日に示した。同策は、8月末迄の時限的な自動車ローン拡大策と減税策からなる。まず、自動車ローン拡大策は市中銀行が中央銀行に預入している準備預金の一部を自動車ローンへ充当することを認めるものだが、金融機関側には頭金比率引き下げや割賦回数の引き上げなどの融資条件緩和が義務付けられた。また、減税策は付加価値税であるIPI税を5.5～7.0%程度減免するものだが、こちらも自動車メーカーに対して1.5～2.0%程度の価格引き下げが求められている。販売喚起策の恩恵を受ける業界からも妥協を引き出しつつ、公費を投入する内容である。単月のため同対策の効果と断定はできないが、5月の新車販売台数(Light Vehicles)は前月比11.4%(1～3月期前期比年率▲18.1%、4月前月比▲9.6%、当社季節調整値)と増加した。対象期間が3ヶ月強と短いため、銀行側の貸出債権が過度に劣化する危険はないと考えられるが、動向に留意は必要である。

輸出に反転の兆し?

輸出は低迷が続いている。GDP統計の輸出は1～3月期に前期比年率0.7%(10～12月期7.6%)とほぼ横ばいにとどまった。金融危機以降の輸出拡大を牽引してきた中国向け、とりわけ資源輸出の低迷が響いている。貿易統計(ドル建て)で見ると、中国向け輸出は2011年に43.9%増加したが、2012年1～3月期には10.6%まで減速している。但し、後述するレアルの大幅な下落により価格競争力が回復したことから、輸出には反転の兆しもみられる。当社の季節調整値で見ると、輸出額は1～3月期に前期比年率▲12.2%(10～12月期1.2%)、4月も前月比▲4.5%と大きく落ち込んだ後、5月は5.9%と反転した。未だ動きは明確ではないが、企業からも値下げにより受注が大きく増加したとの声が聞かれる。

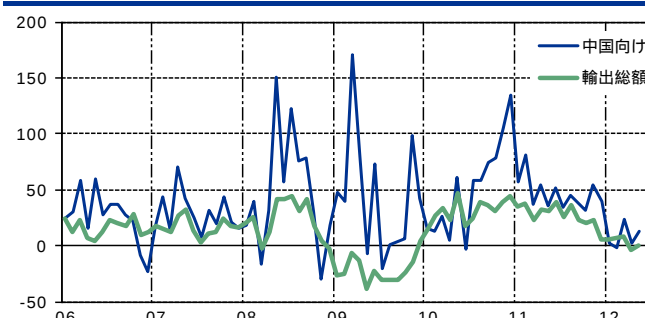
4月までの鉱工業生産は低迷

上述の5月自動車販売好転や輸出増加が反映される前となるが、4月鉱工業生産は引き続き低迷した。1～3月期に前期比年率▲2.9%(10～12月期▲6.4%)と4四半期連続の減産を記録した後、4月に前月比▲0.2%と引き続き減少している。昨年秋までの大幅なレアル高による輸入品の席巻で製造業に悪影響が及んだことに加え、前述の自動車販売縮小が響いた。

固定資本形成は低調

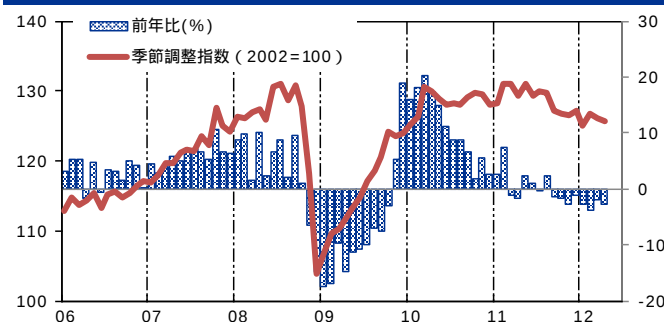
製造業の低迷による投資手控えに加え、ブラジル政府の国内自動車生産優遇策を受けて海外自動車メーカ

輸出額の推移(ドル、前年比、%)



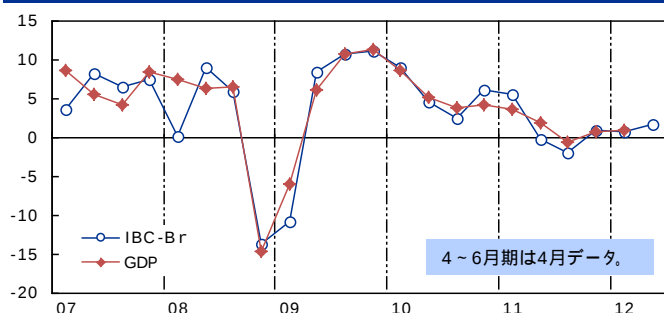
(出所)CEIC

鉱工業生産



(出所)CEIC

GDP成長率とIBC-Brの推移(前期比年率、%)



(出所)CEIC Data

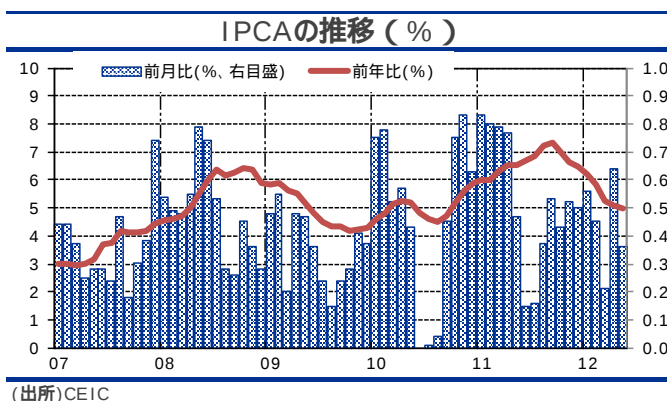
一の進出が足踏みした影響²もあり、固定資本形成は低調が続いた。GDPベースの固定資本形成は1～3月期に前期比年率▲7.1%（10～12月期▲2.4%）と3四半期連続で減少している。但し、リアル安などに伴う輸出回復の動きを反映し、4～6月期に入ってから設備投資と連動する資本財生産に下げ止まりの兆しが見られる。

4～6月期もプラス成長だが...

4～6月期については、多くの指標が4月までしか明らかとなっていないが、消費に関しては拡大の動きが続き、輸出や投資などについても好転の兆しが見られる。ブラジル経済は、引き続き勢いにかけるものの、失速へではなく、持ち直しの方向へ歩んでいると判断できるだろう。中央銀行であるBCBが試算している月次GDPに相当するIBC-Br指数は4月に前月比0.76%（3月▲0.35%）と4か月ぶりに上昇した。4月水準は1～3月期を年率換算で1.6%上回っており（1～3月期前期比年率0.6%、10～12月期0.8%）。4～6月期に成長率が幾分高まる可能性が高いことを示している。当社は2012年のブラジル経済の成長率を2.1%、2013年は4.0%と予想している。

エネルギー価格下落でインフレ率低下

インフレ率は低下基調にある。消費者物価指数（IPCA）は5月に前年比5.0%と2010年9月以来の水準まで低下した。但し、インフレ率低下の主因は、米国などと同じく世界的なエネルギー価格下落を受けた運輸関連の価格低下である。自動車燃料を含む運輸のIPCA前年比は2011年10月の6.5%をピークに3月は2.9%、5月には1.0%まで急低下した。IPCA全体に対する寄与度もピークの1.3%Ptが5月は0.2%Ptまで縮小している。こうしたエネルギー価格の下落に加えて、政府の減税策による家電価格の低下もインフレ率低下に繋がっている。



但し、運輸や家電以外の分野についてはインフレ鎮静化の動きは見られない。食料や住居、衣服、保健医療、教育は前年比6～7%程度の上昇が続き、娯楽に至っては足元で9%台まで伸びが高まっている（1～3月期8.0%→4月9.4%、5月9.3%）。失業率の低下が示すように雇用需給は引き締まっており、賃金の上昇がサービス価格上昇に寄与しているためである。

こうしたサービス価格を中心としたインフレ圧力を踏まえ、当社では、従来、5月の5.0%をボトムにインフレ率が再び上昇に転じると予想していた。しかし、エネルギー価格の予想を上回るペースでの下落が。当面はサービス分野でのインフレ圧力を相殺すると考えられるため、2012年内は5%前後のインフレ率が続くとの見通しに変更する。

リアルが大幅に減価

ブラジルの為替相場が大きく変動している。レアルの対ドル相場は2011年7月に1ドル=1.6レアルを割り込むレアル高水準に達したが、その後は欧州債務危機懸念やBCBによる利下げを受けて下落へ転じた。その後、5月に入り、ギリシャ及びフランスの総選挙、またスペインの銀行問題を受けて欧州と関係

² 国産化比率が65%に達しない自動車に対するIPI税を30%引き上げるとの方針が示されたため、進出を見送る動きが生じた。

の深い新興国向けリスクを軽減しようとする動きが強まったことからレアルは急落し、1ドル=2レアルを上回った。中央銀行であるBCBは急激な変動を抑制するスミージングの観点から1ドル2.1レアル前後でドル売りレアル買い介入を行い、レアル相場は1ドル2.0~2.1レアルでの推移となっている。

外貨準備対比でブラジルからの流出は少額

国際収支統計によると、ブラジルへの資金流入は4月迄は継続どころか加速していた。直接投資とポートフォリオ投資（証券投資など）が共に、3月及び4月に急増しており、レアル相場下落を投資リスクよりも投資チャンスと捉える動きが勝っていた模様である。但し、5月には逆流が生じ、レアル相場の下落に繋がったと考えられる。

BCBの外国為替取引データによると、レアル相場が急落した5月は、金融取引による外貨流出が63億ドルに膨らみ、貿易取引による外貨獲得を差し引いても27億ドルの流出を余儀なくされた。ただ、こうした流出は、リーマンショック後に比べは少額にとどまり、何よりも5月末時点で3,700億ドル近くまで積み上がっている外貨準備の存在を踏まえれば、ブラジルの資金繰りに支障が生じるような状況とは言えないだろう。

レアル安の問題は金融面での負担拡大とインフレ

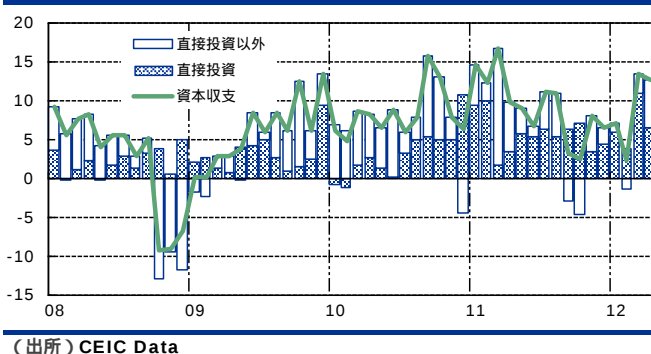
当面のレアル相場下落の問題点は大きく分けて、二つ存在すると考えられる。一つは、（ブラジル国内の高金利を避けて）ドル建てで借入を行っている企業にとって、レアル相場下落が金融負債の拡大による負担増を招く点である。もう一つはインフレである。実体経済面において、レアル相場下落は、既に見たように輸出競争力を高めるが、同時に輸入物価の上昇によりインフレ昂進にも繋がる。現在は、エネルギー価格の下落が、レアル相場下落によるインフレ圧力を相殺している。しかし、更なるレアル相場下落がインフレ上昇を招くリスクは否定できない。こうしたリスクも踏まえ、中央銀行はレアル買ドル売介入に動いたと考えられる。

今後についても、ドル・レアル相場の水準押し下げ、すなわちレアル高こそ目指さないものの、中央銀行は過度のレアル相場下落に対しては介入を続けると考えられる。なお、ブラジルと中国の間で締結される通貨スワップ協定は、潜在的なレアル売り圧力を減じる効果が期待できよう。

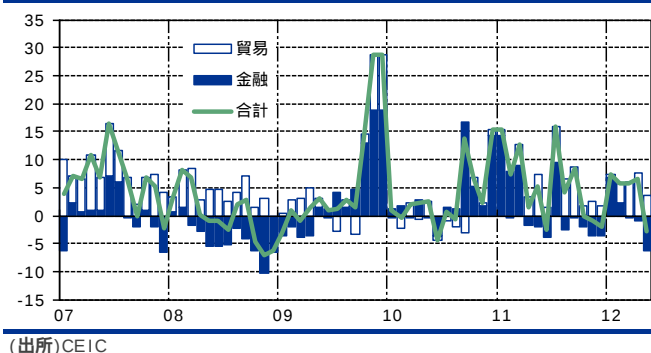
レアル相場の推移（2007年=100）



資本収支（10億ドル）



外貨為替取引（10億ドル、外貨流入がプラス）



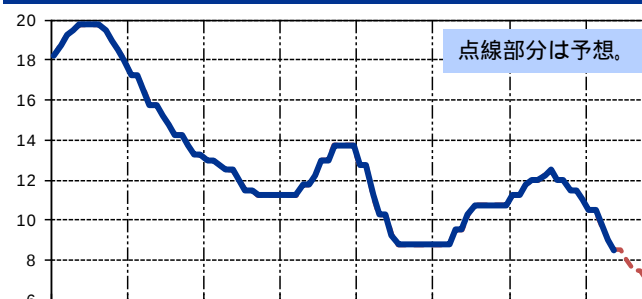
BCB は利下げ継続

5 月レポート³で指摘したように、貯蓄預金の制度変更により利下げの障害が減り、かつインフレ率が低下基調にあることを踏まえ、BCBは5月29～30日のCOPOM（金融政策決定会合）において50Bpの追加利下げに踏み切った。政策金利であるSELIC金利はピークの12.5%から4%Pt引き下げられ、8.5%となっている。

次回7月10～11日のCOPOMでも、エネルギー価格の下落が主因ではあるがインフレ率が当面は低位で推移する可能性が高いこと、ブラジル経済が持ち直しつつペースが極めて緩やかなことを踏まえ、50Bpの追加利下げが行われる可能性が高い。その後についても、当社見通し通りにインフレ率が5%程度の低位にとどまることが条件にはなるが、7%程度までの追加利下げが行われる可能性がある（インフレ予想の修正に伴い、政策金利見通しを下方修正）。こうした利下げが急激なレアル安を招くリスクは当然に存在するが、巨額の外貨準備が示す介入余力や利下げがもたらすと期待されるブラジル経済の持ち直しが海外からの資金流入を招来し、将来的にレアル高圧力に転じることも考慮し、中央銀行は為替相場の動きを睨みつつ、利下げを続けるものと見込まれる。

但し、前述のように、サービス価格を中心にブラジル経済におけるインフレ圧力が後退したわけではない。そのため、2013年にはインフレ率が再び上昇へ転じ、BCBは再引締めを余儀なくされる可能性がある。

SELIC金利の推移と予想（%）



(出所)CEIC

³ 5月21日付 Economic Monitor「政府が制度変更により中央銀行に利下げを迫る（ブラジル経済 UPDATE）」を参照。