

## 低迷が続くブラジル経済

ブラジル経済の低迷は続き、4～6 月期も低成長にとどまる見込み。輸出及び製造業の落ち込みが続いているほか、個人消費にも変調の可能性。政府は景気対策を矢継ぎ早に打ち出しており、下期の成長をサポートするものの、ブラジル経済の低成長は変わらず。インフレ率低下と景気低迷を受けて、中央銀行は利下げを継続。政策金利は 7%まで引き下げられる可能性。

### 景気低迷が続く

ブラジル経済の低迷が長期化している。ブラジル政府や中央銀行は矢継ぎ早に対策を講じているが、海外からの逆風が長期化かつ強まる下で、経済に明確な持ち直しの動きは未だ見られない。

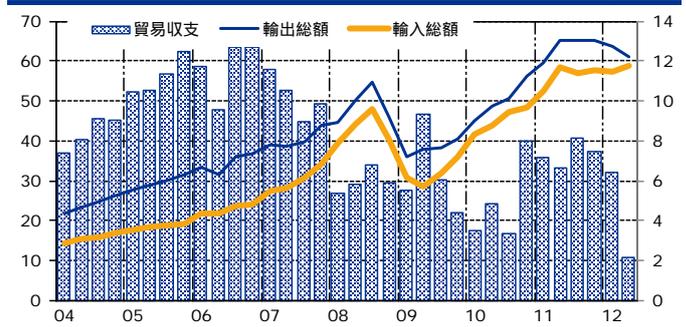
### 資源安も響き、6 月に輸出が急減

まず、大きく落ち込んでいるのが輸出である。6 月のドル建て輸出額は前年比 18.3% (5 月 0.0%) と、金融危機により急減していた 2009 年 10 月以来の大幅減少を記録した。もちろん、6 月の大幅減少には 主要な輸出品である資源の価格下落と レアル安によるドル換算額の目減りが含まれており、数量ベースでここまで大きく落ち込んだ訳ではない<sup>1</sup>。しかし、貿易摩擦の生じているアルゼンチン向け(6 月 34.0%) や経済が低調な欧州向け(対ドイツ 37.7%) は言うまでもなく、中国向け( 8.3%) がついに水面下へ転じるなど、低調な事実は変わらない。後述するように、ブラジル経済のけん引役だった個人消費に陰りが見え始めているものの、輸入は輸出に比べて底堅く推移しているため、輸出の低迷を素直に反映するかたちで、貿易黒字は 4～6 月期に急速に縮小した(レアル安は輸出入双方に影響する)。

### 製造業生産は 2009 年以来的水準まで縮小

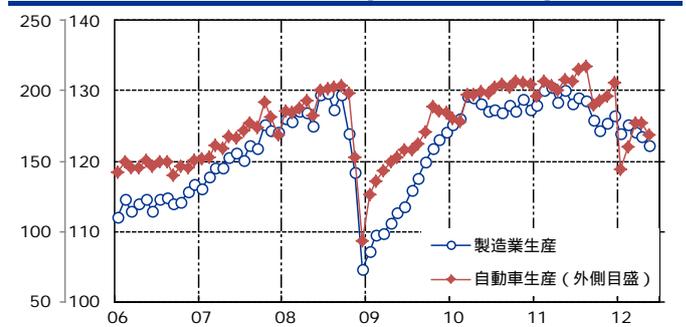
輸出低迷は、製造業生産を圧迫し続けている。レアル安が価格競争力を高め海外からの受注に繋がったとの声はある模様だが、5 月までの統計からは、そうした効果を未だ確認できない。5 月に製造業生産指数は前月比 0.9% と 3 ヶ月連続で減少、指数水準は 2009 年 10 月と概ね同レベルまで低下した。2010 年前半に

貿易動向 (10 億ドル、季調値、収支は右目盛)



(出所)CEIC

製造業生産の推移 (2002=100)



(出所)CEIC

新車販売の推移 (年率、千台、季調値)



(出所)CEIC

<sup>1</sup> 月平均レートでレアル建てに換算すると、6 月は輸出額が前年比 5.5% (5 月 22.8%)、輸入額は 24.4% (5 月 26.4%) となる。

82%台まで高まった設備稼働率も、足元で 80%台へ低下している。製造業の中でも、特に低調なのは国内販売の低迷に悩む自動車セクターである。ブラジル政府は、そうした自動車セクターの低調推移を踏まえ、5月21日に自動車ローン拡大と減税による自動車販売喚起策を打ち出した<sup>2</sup>。販売喚起策が効果を発揮し、新車販売は乗用車を中心に幾分持ち直しており、今後、生産活動にまで好影響が及ぶか否かが注目される。

## 個人消費にも変調の可能性？

外部環境が悪化する下で、これまでブラジル経済の底割れを防いできた個人消費にも、変調の可能性が出てきた。5月の実質小売業販売は前月比 0.8%（4月 0.7%）と金融危機真っ只中の 2008年11月に記録した 1.3%以来の大幅減少に陥った。4～5月平均の水準は1～3月期を年率換算で 1.5%上回るにとどまり、1～3月期の前期比年率 16.3%を大きく下回るのみならず、金融危機以降では最も低い伸びとなっている。ただ、前年比は4月 6.0%が5月は 8.2%へ寧ろ伸びを高めており、また四半期ベースでの低迷には1～3月期急増の反動による部分も含まれる。そのため、現時点で個人消費が失速したとまでは、判断すべきではないだろう。但し、これまで高水準で推移してきた消費者信頼感に弱含みの動きが見えつつあることも踏まえれば、個人消費の動向には十分な配慮が必要と言える。

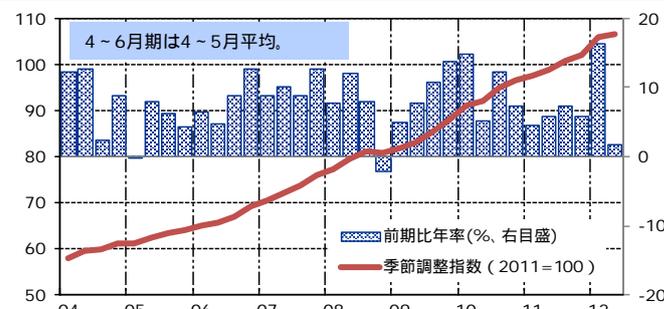
## 4～6月期も低成長が続く

こうした内外需の低迷を反映するかたちで、中央銀行である BCB が算出している月次経済活動指数（IBC-Br）は3月前月比 0.17%、4月 0.10%、5月 0.02%とほぼ横ばいの推移にとどまった。4～5月平均は1～3月期を年率換算で 0.4%上回るに過ぎない。6月の経済指標は貿易統計や新車販売しか公表されていないため判断に留保は必要だが、5月までの経済活動指数を見る限り、実質 GDP 成長率は 10～12月期前期比年率 0.7%、1～3月期 0.8%に続き 4～6月期も低い伸びにとどまる可能性が高い。

## インフレ率は2ヶ月連続の5%割れ

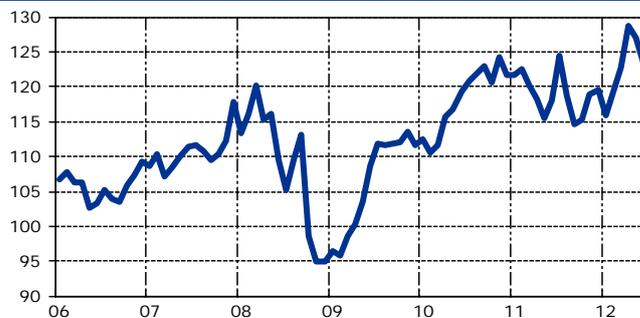
インフレ率は低下を続けている。消費者物価指数（IPCA）は6月の前年比が 4.92%（5月 4.99%）と

実質小売売上高（2011=100, 前期比年率, %）



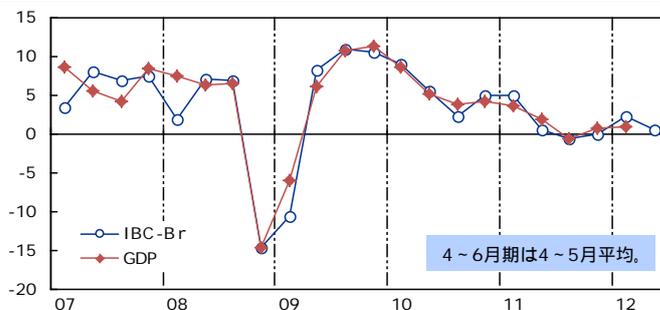
(出所)CEIC

消費者信頼感指数（Sep2005=100）



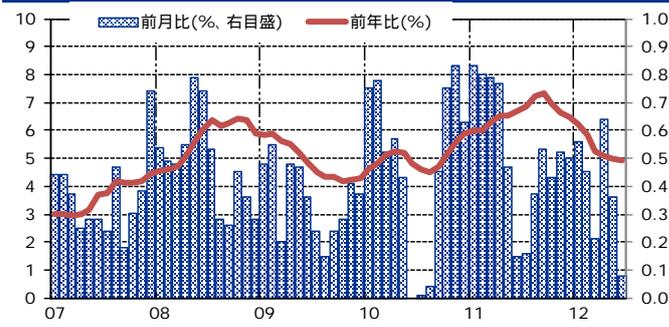
(出所)CEIC

GDP成長率とIBC-Brの推移（前期比年率, %）



(出所)CEIC Data

IPCAの推移（%）



(出所)CEIC

<sup>2</sup> 詳細は6月25日付 Economic Monitor「持ち直しに向けた動きはあるが...（ブラジル経済 UPDATE）」を参照。

ヶ月連続で5%を割り込んだ。前月比で見ても6月は0.08%(5月0.36%)と極めて低い伸びである。但し、インフレ率の低下は上述した景気低迷を反映したものと現時点で判断されない。前月比について内訳分類を見ると、低インフレに寄与しているのは、原油価格下落が寄与した運輸(前月比 1.18%、寄与度 0.24%Pt)と減税による販売価格が低下した家電(前月比 0.03%、寄与度 0.00%Pt)に限られ、サービス品を中心に価格上昇傾向は大きく変わっていない。インフレ加速こそ考えにくいものの、インフレ率の低下が続くとも予想されない。当社では、5%前後のインフレ率が2012年内は続くと思込んでいる。

## 7月に入りレアル安に歯止め

急落が続いてきたレアル相場は、7月に入り、2レアル/ドルを幾分上回る水準で一進一退の推移に転じている。欧州債務危機に対する懸念が幾分後退したことに加え、BCBが急激な変動をけん制する観点からドル売りレアル買い介入を行ったためと考えられる。なお、外国為替取引動向によると、5月に進んだ金融取引での外貨流出は6月に止まった。

## ブラジル政府は矢継ぎ早の景気対策

景気低迷を受けて、ブラジル政府は、矢継ぎ早に景気対策を追加・延長している。まず、6月27日にブラジル政府は、経済成長加速プログラム(PAC)による製品購入額を84億レアル積み増すことを発表した。

PACによる購入額は従来の426億レアルから510億

レアルに拡大する。実際に購入されるのは井戸掘削器や救急車、移動用車両などであり、こうした購入は、GDP統計上、固定資本形成として計上されると考えられる。同時に、社会経済開発銀行による貸出金利の引き下げも公表された。また、家電などに対する付加価値税減税策は6月末で終了の予定だったが、8月末まで延長されている。なお、自動車に対する販促策と家電減税策は共に8月末が期限となるが、景気低迷を踏まえ、ブラジル政府は再延長する可能性があるだろう。

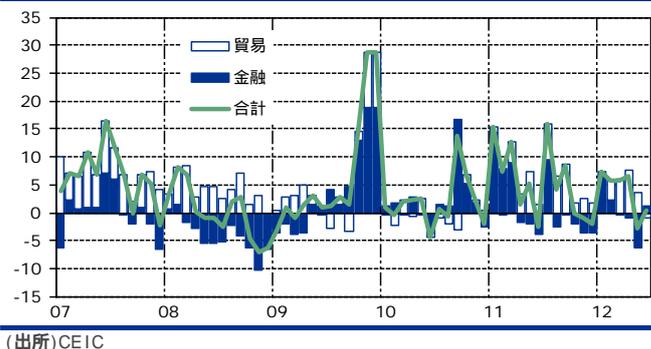
## 中央銀行は利下げを継続

景気低迷と、インフレ率がインフレ目標である4.5%±2%Ptの中央値近くまで低下したことを踏まえ、BCBは、当社を含め大方の予想通り、7月11日に0.5%の追加利下げに踏み切った。政策金利(SELIC金利)は8.5%から8%へ引き下げられ、ピークの12.5%からの累積利下げ幅は4.5%Ptに達している。当社ではブラジル経済の再浮上には時間を要する一方、インフレ率は5%前後の推移が続くと予想しており、追加利下げは今後も継続し、政策金利は7%程度まで引き下げられると思込んでいる。

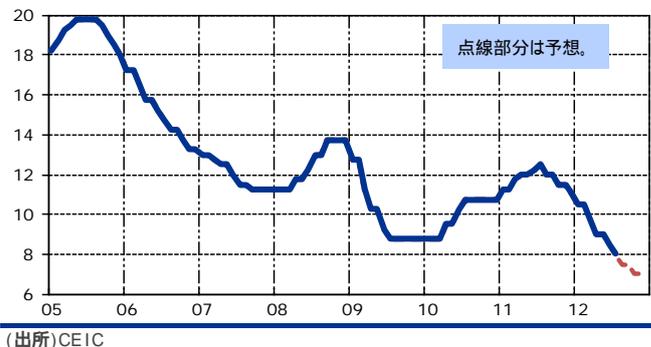
レアル相場の推移(2007年=100)



外貨為替取引(10億ドル、外貨流入がプラス)



SELIC金利の推移と予想(%)



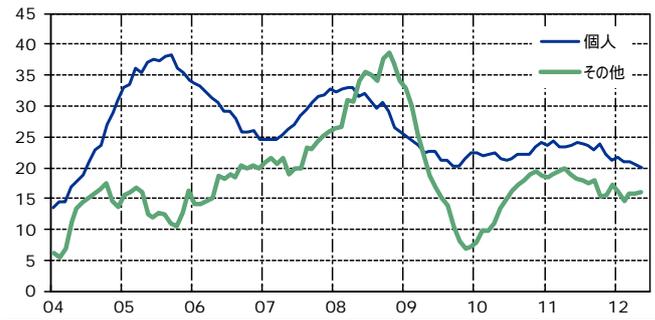
## 低成長が続く見通し

政府側の景気対策、特に即効性があると考えられる PACによる購入額積み増しは、2012 年下期の成長率を幾分押し上げる見込みである<sup>3</sup>。また、レアル安の競争力向上も徐々に効果を発揮すると考えられる。

しかし、そうしたプラス面を考慮しても、2012 年のブラジル経済は 2%近傍の低成長にとどまる可能性が高い。低成長が続く理由の一つとして、中央銀行の利下げが十分に効果を発揮できていないことが指摘できる。実際、貸出残高の伸びは高まっておらず、2011 年対比では寧ろ低下している。

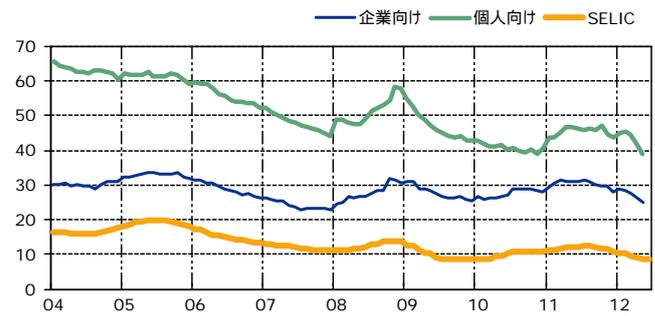
金融緩和の効果が小さい背景としては、二点が挙げられるだろう。一つは金利感応度が低い可能性である。足元で政府側の引き下げ指導もあり貸出金利は SELIC 金利を上回るペースで低下しているものの、そもそもブラジルの貸出金利水準が極めて高いため、多少の金利低下では、借り手側が反応しない(もしくは反応まで時間を要する)可能性がある。もう一つは、民間金融機関の引当率が 2011 年以降上昇しており、金融機関が資産内容悪化(借り手側のクレジット悪化)を踏まえ、信用供与を慎重化し、金融緩和の効果を削いでいる可能性である。

民間セクター向け貸出金 (前年比, %)



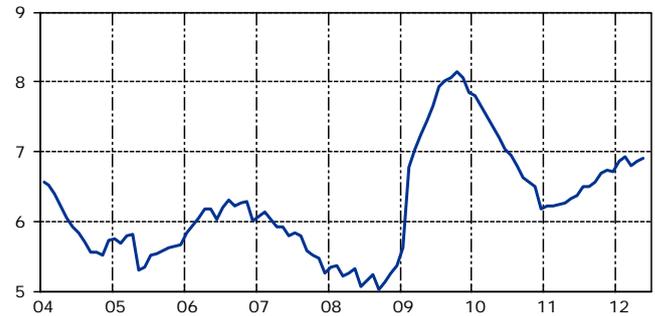
(出所)CEIC Data

貸出金利の推移 (%)



(出所)CEIC Data

民間金融機関の引当率 (引当金/貸出金, %)



(出所)CEIC Data

<sup>3</sup> 購入額積み増しは 2011 年の名目 GDP の 0.2%に相当する。