

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

ブラジル経済が低迷から脱する出口は見えたか？

ブラジル経済は4～6月期も年率1%台半ばの低成長にとどまった見込み。景気低迷とインフレ低下を受けて中央銀行は利下げを継続。6～7月の経済指標には好転が窺われ、景気対策や金融緩和、レアル安等により、ブラジル経済は漸く低迷状態から脱出する糸口を掴みつつある。成長率予想は2012年1.6%、2013年3.7%。なお、ルセフ大統領が打ち出したインフラ整備は、ブラジル経済のボトルネック解消に不可欠だが、短期的な景気浮揚効果は見込めない。

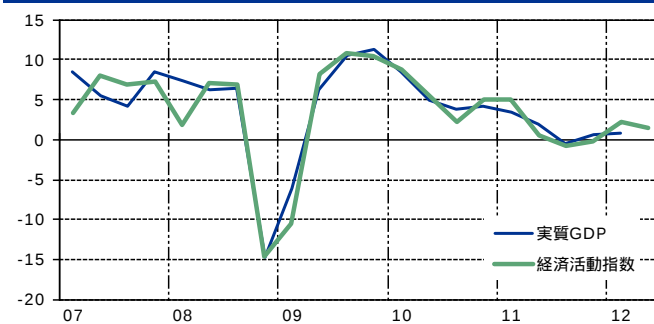
4～6月期も低成長が続く

ブラジルの4～6月期GDP成長率が8月31日に公表される。ブラジル経済は昨年7～9月期に前期比年率▲0.6%のマイナス成長へ転落した後、翌10～12月期に何とかプラス成長へ復帰したが、年率1%に届かない低成長が続いている（10～12月期0.7%、1～3月期0.8%）。月次GDPに相当する中央銀行算出の月次経済活動指数（IBC-Br）は4月前月比0.12%、5月▲0.01%とほぼ横ばいにとどまった後、6月は後述する自動車販売など消費拡大により0.75%へ伸びを高めた。経済活動指数は4～6月期に前期比年率1.5%（1～3月期2.5%）上昇している¹。経済活動指数等を参考にすれば、ブラジル経済の4～6月期成長ペースは政府の消費刺激策などにより前期から若干加速したと見込まれるが、それでも年率1%台半ばにとどまる可能性が高い。

資源安と世界経済減速で輸出低迷

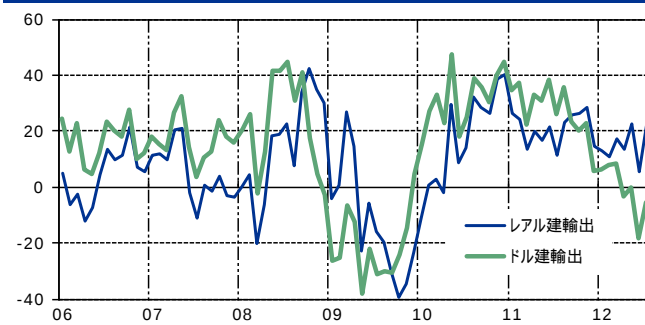
4～6月期にブラジル経済の足を引っ張ったのは、引き続き輸出の低迷である。貿易統計によるとドル建て輸出総額は4～6月期に前年比▲7.4%（1～3月期7.5%）と2009年以来の減少へ転じた。当社試算の季節調整値でも4～6月期は前期比年率▲15.4%（1～3月期▲11.8%）と大幅に減少している。資源価格下落を受けて一次産業製品（4～6月期前年比▲6.2%）が、また世界経済低迷を反映して二次産業製品（▲8.8%）も減少している。仕向け地別には、最大の輸出相手国である中国向けが2.8%（1～3月期10.6%）と横ばい近くまで減速したほか、貿易摩擦の生じているアルゼンチン向け（▲24.5%）や経済が低調な欧州向け（対ドイツ▲19.6%、対オランダ▲4.2%）が大幅に落ち込んだ。なお、レアル安に伴い、レアル建ての落ち込みはドル建てより軽微である。また、レアル急落による価格競争力回復を受けて、7～9月期に入り、輸出に下げ止まりとも言える動きが見られる。

実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



(出所)CEIC, Bloomberg

輸出額の推移（ドル、前年比、%）



(出所)CEIC

¹ GDP と経済活動指数はグラフが示すように必ずしも一致しない。

製造業の減産は止まらず

輸出低迷等を反映し、4～6 月期の鉱工業生産は前期比▲4.3%（1～3 月期▲4.5%）と5 四半期連続で減少した。鉱業生産は1～3 月期に採掘地の天候不順で落ち込んだ反動から前期比年率 8.1%（1～3 月期▲12.5%）と持ち直したが、それでも昨年 10～12 月期の生産水準を 1.4%下回ったままである。一方、製造業生産は4～6 月期に▲5.4%（1～3 月期▲3.0%）と5 四半期連続で減少、かつ減産幅が拡大した。後述する販売支援策の効果もあり、自動車セクターは下げ止まったが、化学セクターや金属セクターの減産が響いた。

また、景気低迷を受けて、企業は設備投資計画を先送りしており、設備投資に用いられる資本財の生産は1～3 月期前期比年率▲13.3%に続き、4～6 月期も▲11.7%と大幅に減少した。

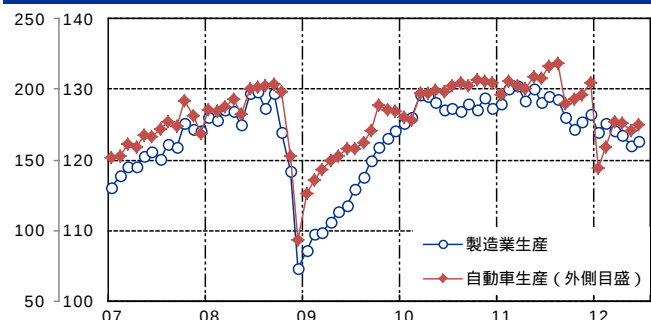
個人消費は6 月に持ち直し

4 月まで堅調に推移してきた実質小売売上高が5 月に前月比▲0.8%と、金融危機時 2008 年 11 月以来の大幅減少へ転じ、個人消費の先行きが懸念された。しかし、政府の消費刺激策の効果もあり、個人消費は何とか持ちこたえ、ブラジル経済を支えている。6 月の実質小売売上高は、販売促進策の講じられた自動車（前月比 16.4%）を中心に、1.5%と大幅に増加した。5 月の落ち込みを取り戻し、4～6 月期では前期比年率 3.3%の拡大である。3.3%の伸びは、表面的に見ると金融危機以降で最低の伸びにとどまるが、1～3 月期に 16.6%急増した反動が含まれる。2012 年上期で見れば、前半期比年率 10.5%（2011 年下期 6.2%、2011 年上期 5.6%）と極めて高い伸びである。但し、消費者マインドが未だ高水準とは言え、低下傾向にあるため、今後の消費動向には引き続き留意が必要と言える。

販促策で新車販売が急増

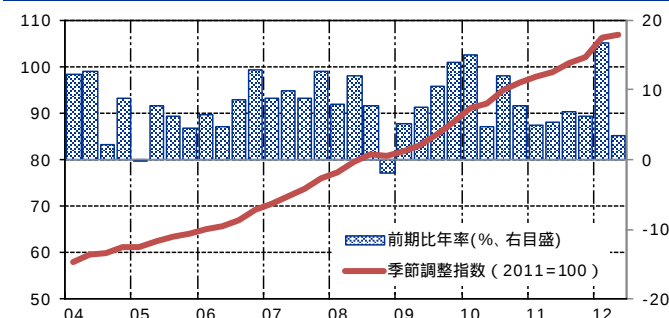
上述の通り、政府の販売促進策を背景に自動車販売が急回復している。新車販売台数は当社試算の季節調整値でボトムである 2 月から 7 月までの間に 27%も増加した。前年比で見ても 6 月 16.1%、7 月 18.9%と 2 ヶ月連続で二桁増加を記録している。増勢は 6 月以降に強まったため、4～6 月期は前期比年率 4.2%（1～3 月期▲16.0%）と小幅の増加にとどまるが、7 月水準は 4～6 月期を年率換算で 93.1%も上回っており、7～9 月期の個人消費、ひいては経済全体の成長加

製造業生産の推移（2002=100）



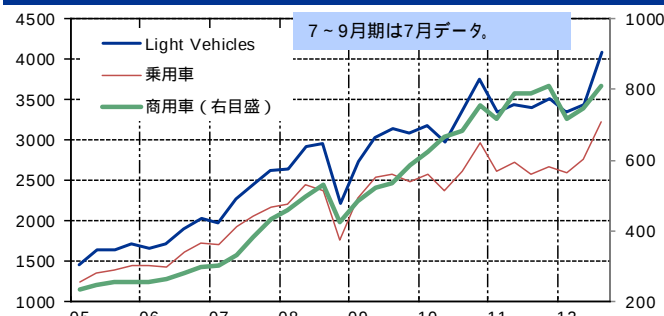
(出所)CEIC

実質小売売上高（2011=100, 前期比年率, %）



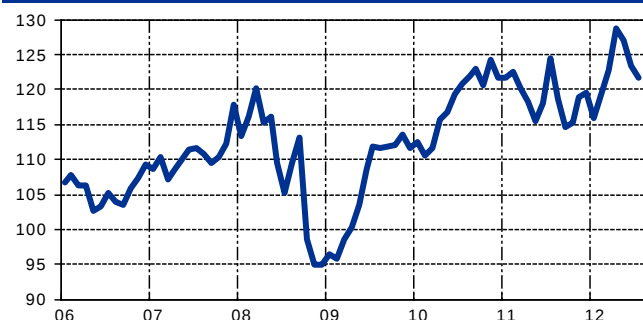
(出所)CEIC

新車販売の推移（年率、千台、季調値）



(出所)CEIC

消費者信頼感指数（Sep2005=100）



(出所)CEIC

速に寄与することが期待される。

自動車の販売促進策は8月末が期限である。自動車販売の増加により、自動車セクターの過剰在庫は概ね解消し、過剰在庫問題の解決を目的とした販売促進策は当初の役割を終えたと考えられる。但し、ブラジル経済全体の低迷が続いていることに鑑み、政府は販売促進策を延長する可能性があるだろう。

インフレ率は5%近傍の推移

7月の消費者物価(IPCA)は季調済前月比で0.50%(6月0.15%)に伸びを高めた。前年比で見ても5.20%(6月4.92%)と4か月ぶりに5%台へ載せている。但し、上昇ペースの加速は、飲食料(6月7.3%→7月8.7%、寄与度6月1.7%Pt→7月2.0%Pt)によるところが大きく、他の品目については伸びの大きな変動は見られない。また、7月の前月比上昇率が今後継続する場合をシミュレーションしても、年内のインフレ率は前年比5.3%程度までの上昇にとどまり、「2012年内は5%程度の上昇率が続く」との当社見通しを逸脱しない。低成長により需給ギャップが悪化しているため、2012年中にインフレが昂進するリスクは小さいと言えるだろう。中央銀行がインフレ目標に掲げる $4.5\% \pm 2\%Pt$ の中央値4.5%までは低下しないものの、インフレ目標の範囲内での推移が続くと見込まれる。

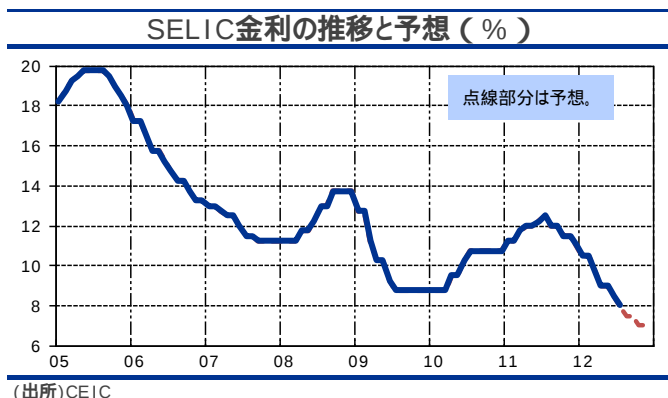
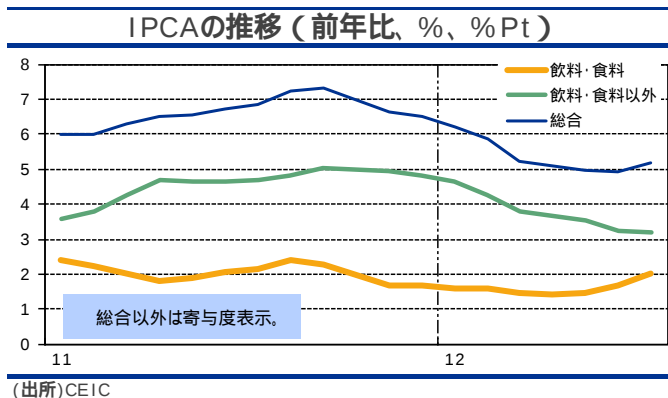
但し、今年前半に進んだリアル安や、世界的な食料価格上昇の影響が、今後広がってくる可能性はあり、加えて、長期に渡る高インフレの経験からブラジル国民の期待インフレ率が高水準にあることも踏まえれば、インフレ動向の先行きには十分な注意が必要であろう。

中央銀行は追加利下げへ

景気低迷と、インフレ率がインフレ目標である $4.5\% \pm 2\%Pt$ の中央値へ接近したことを踏まえ、中央銀行であるBCBは金融緩和スタンスを維持している。7月11日には0.5%の追加利下げに踏み切り、政策金利(SELIC金利)は8%と史上最低を更新した。ピークの12.5%から既に4.5%Ptの大幅利下げが行われている。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され、政策金利は7%程度まで引き下げられると見込んでいる。なお、次の金融政策委員会(COPOM)は8月28~29日に開催される。

政府はインフラ投資を打ち出したが...

8月15日に、ルセフ大統領は、高速道路や鉄道などのインフラ整備プロジェクトを公表した。民間企業に対し9区間7,500kmの道路及び12路線10,000kmの鉄道運営免許を交付、インフラ整備をPPP(官民パートナーシップ)方式で実施する。民間資金を含めたプロジェクトの総投資額は30年で1,330億レアル程度(65.6億ドル)、うち795億レアル(40億ドル)を今後5年間で集中的に投資し、ブラジルの道



路・鉄道網の早期近代化を目指す。資金提供は政府系金融機関の BNDES が中心となつて行ふ見込みである。港湾や空港など他のインフラ整備計画も年内に示される模様である。

ブラジルでは流通網整備の遅れが、経済及び企業活動のボトルネックとなつており、こうしたインフラ整備は経済発展のために不可欠である。そのため、今回の大規模なインフラ整備計画は基本的に好感される。しかし、これまでのインフラ整備事業などが明らかとしてきたように、ブラジルのインフラ整備における問題は、その計画が 民間企業が参入を目指すような妥当な条件で行われるのか、迅速なプロジェクト実施を担保するような公的な許認可手続きが担保されるのか、という現実の手続きや条件に関わる部分にこそ潜んでいる。政府は、インフラ整備案件の入札を 2013 年末までに順次行ふ予定だが、具体的な条件やスケジュールは不明である。なお、今回のインフラ投資は 2014～2015 年に本格化すると考えられており、足元の景気浮揚効果は見込めない。

低迷脱出の出口は見えつつあるが、未だ道程は長い

ブラジル経済は 4～6 月期も低成長が続いたが、月次 GDP に相当する経済活動指数は 6 月に大幅な上昇を示し、経済の足を引っ張ってきた自動車セクターの在庫調整も終了したと考えられる。また、7 月には輸出に回復の兆しも窺われる。昨年末以降の政府の景気対策や金融緩和、レアル安が徐々に効果を発揮し、ブラジル経済は昨年 7～9 月期のマイナス成長から 1 年を経て、漸く低迷状態から脱出する糸口を掴みつつあると判断できる。しかし、7～9 月期以降の急回復を前提としても、年前半の低成長が響き、2012 年の成長率は大きく高まらない。当社は 2012 年のブラジル経済が 1.6%の低成長にとどまると見込んでいる。なお、2012 年後半以降の景気回復により、2013 年の成長率は 3.7%へ高まると予想している。