

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

ブラジル経済は回復へ向かいつつあるが、リスクも山積

ブラジル経済は4～6月期も輸出と固定資本形成の低迷により低成長が続いたが、消費刺激策や公共投資の追加、レアル安などによる輸出品の価格競争力回復を受けて、2012年下期は回復へ向かう見込み。インフレ率の低下は一巡しており、金融緩和は10月の25Bp利下げで打ち止めと予想。輸出回復の遅れや、消費刺激策の効果が切れた後の消費低迷リスクには十分な注意が必要。

4～6月期のブラジル経済は低成長が続く

8月31日に公表されたブラジルの4～6月期成長率は、前期比年率 1.6%と当社想定通りの低い伸びにとどまった。2011年7～9月期をボトムに成長ペースは徐々に高まり、4～6月期は1年ぶりの高い伸びであり（2011年7～9月期▲0.6%、10～12月期0.5%、1～3月期0.5%）後述するように月次GDPでも年後半に向けた改善の動きは認められる。しかし、潜在成長ペースと考えられる4%台半ばには遠く届かず、ブラジル経済が低迷している状況に変化はない。

景気低迷の構図は1～3月期と概ね同様であり、個人消費が底堅く推移し、政府消費も拡大基調は維持したものの、世界経済低迷などをを受けて輸出が減少、輸出や製造業生産の低迷を受けて固定資本形成も縮小を続けた。

個人消費は前期比年率 2.5%（1～3月期 3.6%）と3四半期連続で増加した。販売支援策を受けた自動車販売の回復等が寄与した。

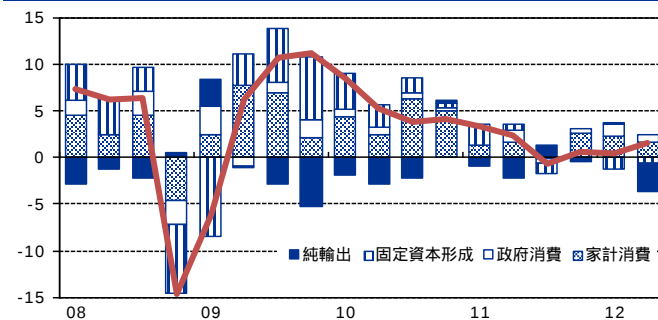
輸出は前期比年率▲14.8%（1～3月期▲1.1%）と急減した。世界経済低迷等を受けて資源関連や農産物などの一次産品が振るわず、中南米域内の景気減速により工業品の輸出も低調だった。一方、底堅い個人消費を反映し、輸入は 7.7%（1～3月期▲1.5%）と増加したため、純輸出の成長率に対する寄与度は▲3.1Pt（1～3月期0.1Pt）と金融危機以来となる大幅マイナスを記録した。

固定資本形成は前期比年率▲2.9%（1～3月期▲5.8%）と4四半期連続で減少した。昨年後半以降の輸出低迷や自動車産業の苦境等を受けて、設備投資は減少基調が続いている。

政府は減税を延長し、中央銀行は追加利下げ

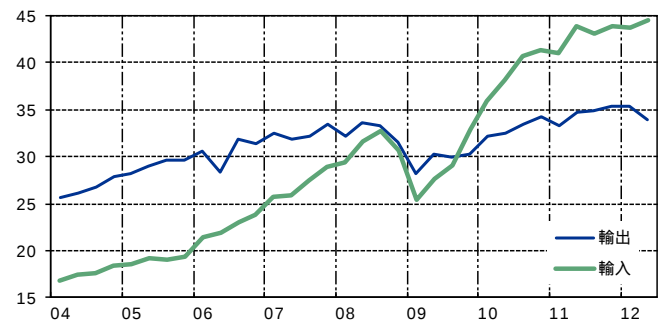
こうした4～6月期の景気低迷を踏まえ、8月30日にブラジル政府は8月末にて期限切れとなる予定だった家電等及び自動車に関わる付加価値税（IPI）の減税策の延長を公表した。減税規模は約16億レアルで、家電は2012年末まで、自動車は10月末まで減税期間が延長される。IPI減税の延長は、市場及び当社の

実質GDP（前期比年率、%）



(出所)CEIC

GDPベース実質輸出入の推移（10億レアル）



(出所)CEIC

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。

概ね予想通りであり、サプライズはないが、マンテガ財務大臣は減税など追加の景気刺激策を講じる可能性を示唆している。

一方、中央銀行である BCB も、景気低迷とインフレ率の鈍化を踏まえ、8月29日に市場予想通り 50bp の追加利下げを決定した。政策金利は 7.50% と、利下げ開始前の 12.50% から 6% も引き下げられている。同時に公表されたステートメントには「将来追加の金融調節が許される状況になった場合は、最大限慎重に実行する必要がある」と記され、追加緩和に含みを残すと同時に、「最大限慎重に」との部分で次回利下げ幅の縮小も示唆した。

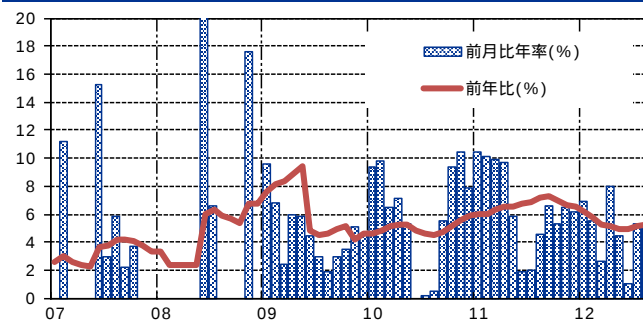
5%前後のインフレ率が継続

ブラジルの 8 月の消費者物価指数 (IPCA) は前年比 5.24% となり、7 月 5.20% から僅かに伸びが高まった。5% を割り込んでいた 5・6 月に比べ、幾分上昇ペースが速まっている。但し、瞬間風速を示す前月比で 0.41% (7 月 0.43%)、年率換算では 5.0% (6 月 5.3%) と、概ね前年比と同程度の伸びにとどまっており、前年比で見たインフレ率が 5% から離れて大きく上昇していくとは示唆されていない。また、前年比で品目内訳を見ると、飲料・食料価格の上昇がインフレ率全体を押し上げる構図が継続する一方、他の品目については、大幅な上昇は観察されない。こうした推移や 2012 年前半の景気低迷を踏まえると、2012 年内のインフレ率は 5% 前後の推移が続く可能性が高い (従来予想を据え置き)。但し、今後は昨年下半年からのリアル安がインフレ率上昇に寄与してくる可能性がある点には注意が必要である。BCB もインフレ動向への配慮から利下げ幅縮小を示唆したと考えられる。

成長率予想は 2012 年 1.6%、2013 年 3.7%

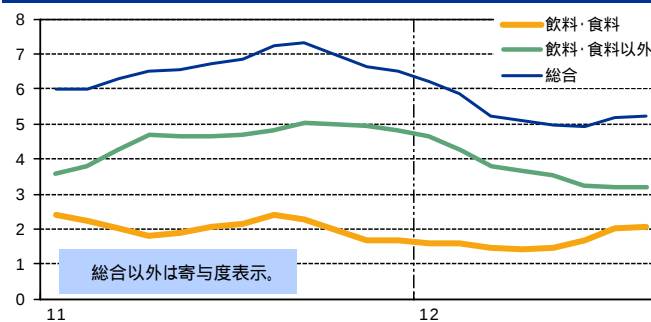
ブラジル経済は 4~6 月期も低成長が続いたが、月次 GDP に相当する経済活動指数は 6 月に前月比 0.84% (5 月 ▲0.02%、4 月 0.10%) 大幅な上昇を示した。経済の足を引っ張ってきた自動車セクターの在庫調整も概ね終了し、減税策の延長により 7~9 月期も個人消費は景気拡大を下支えすると見込まれる。既に 7・8 月の新車販売 (Light Vehicles) は急増し、7~8 月平均は 4~6 月期を 26% 以上も上回っている。昨年

IPCAの推移 (%)



(出所)CEIC

IPCAの推移 (前年比、%、%Pt)



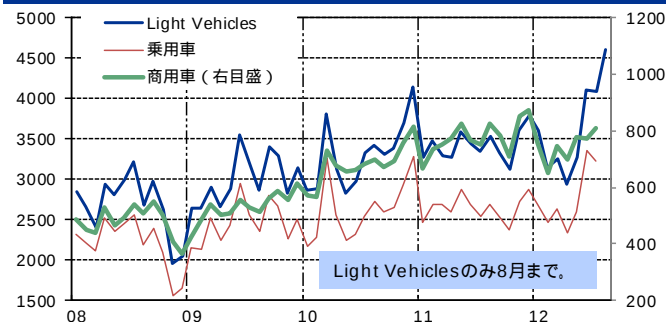
(出所)CEIC

リアル相場の推移 (2007年=100)



(出所)CEIC

新車販売の推移 (年率、千台、季調値)



(出所)CEIC

末以降の金融緩和や公共投資（経済成長加速プログラムによる製品購入額の追加）、レアル安による価格競争力回復なども、下期は景気のサポート材料として寄与する可能性が高い。また、米国の干ばつを受けた農産物価格の上昇が、穀物輸出国であるブラジルにとってプラスに寄与する可能性もある。当社では、7～9 月期以降のブラジル経済は、成長ペースが潜在成長近傍まで加速すると考えている。成長率予想は2012 年が前年比 1.6%、2013 年は 3.7%である（従来予想を据え置き）。

利下げは 10 月で打ち止め

BCB による次回の金融政策委員会（COPOM）は 10 月 9～10 日に予定されている。ブラジル経済は回復へ向かいつつあるが、その勢いは緩やかであり、かつ政策対応による部分も大きいいため、追加金融緩和が正当化される。但し、インフレ率の低下が既に一巡し、2013 年以降はレアル安によるインフレ圧力の高まりも意識されることから、8 月 COPOM の示唆通り、10 月の利下げ幅は 25Bp へ圧縮される可能性が高い。当社予想通り、下期に成長ペースが高まれば、利下げは 10 月で打ち止め、政策金利は 7.25%がボトムとなるだろう。BCB は、2013 年の成長及びインフレの動向を勘案しつつ、いずれかの段階で金融引き締めへの転換を模索すると見込まれる。

リスクは輸出と個人消費

こうした経済見通しにおけるリスクは、輸出低迷の継続と個人消費の失速である。第一に、輸出低迷の継続が指摘される。上述したように農産物価格は上昇が見込まれるが、中国需要の低迷などを受けて鉄鉱石価格は下落が続いている。一次産品輸出が主力のブラジルにとっては、先進国経済よりも、一次産品需要の大きい中国を中心とした新興国経済の低迷が貿易面でのリスクとなる。また、日米欧が揃って WTO 提訴に踏み切ったアルゼンチンと同様に、ブラジルも保護主義的政策を強めており、貿易相手国の反発を招き、輸出拡大の障害となる可能性がある。昨年の輸入車に対する課税強化に加え、幅広い品目での輸入関税の引き上げを検討する方針と報じられている。

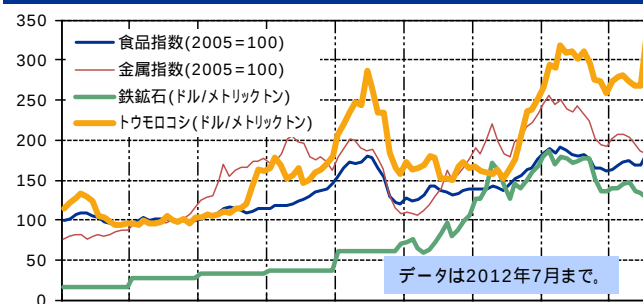
第二に、個人消費の先行きである。政策サポートがある下で 2012 年後半に急失速する可能性は低いが、個人消費を取り巻く環境は悪化傾向にある。まず、家計

SELIC金利の推移と予想（%）



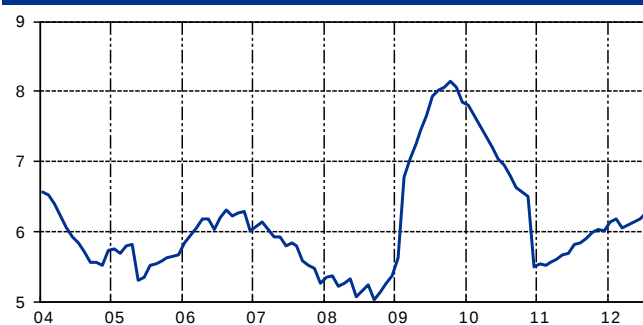
(出所)CEIC

IMF 商品指数



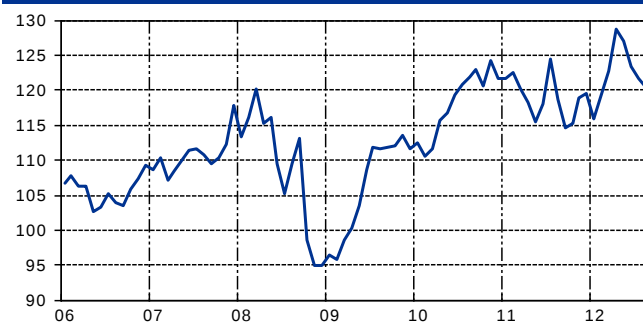
(出所)IMF

民間金融機関の引当率（引当金/貸出金、%）



(出所)CEIC Data

消費者信頼感指数（Sep2005=100）



(出所)CEIC

のクレジット環境悪化が指摘される。堅調な個人消費は雇用所得環境の改善に加え、家計の債務拡大にも支えられてきた。しかし、その裏返しとして、家計の借入延滞などが徐々に増え、それに伴い金融機関の引当率も徐々に上昇している。そのため、中央銀行による大規模な金融緩和に関わらず、個人向け貸出金の伸びは低下傾向にある。こうしたクレジット環境の悪化が、今後の個人消費拡大における制約要因として働く可能性がある。また、マインドの悪化も懸念される。消費者信頼感指数は未だ高水準を維持しているが、ピークの4月128.7が8月は120.4と4~6月期以降に急低下している。更なるマインド悪化が生じれば、個人消費に悪影響が及ぶリスクを否定はできないだろう。