

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

7～9 月期に漸く上向く（ブラジル経済 UPDATE）

政府の景気対策や中央銀行による累次の金融緩和が効果を発揮し、7～9 月期のブラジル経済は上向く見込み。個人消費がけん引し、投資も回復。しかし、輸出の低迷は変わらず。中央銀行は 10 月に 25Bp の追加利下げを実施も、利下げサイクルは終了の見込み。但し、利上げまでには時間的余裕。

7～9 月期は成長加速の見通し

ブラジル経済が漸く上向きつつある。中央銀行である BCB が試算している月次経済活動指数は 6 月に前月比 0.61%、7 月 0.42%と 2 ヶ月連続で明確な上昇を示した。7 月実績は 4～6 月期を 0.8%（年率換算で 3.4%）上回っており、後述する 8 月の生産データ等を踏まえれば、7～9 月期平均は前期比年率 4～5%程度の高い伸びを記録する可能性が高い（4～6 月期実績は 1.6%）。これは当然に、実質 GDP 成長率も 4～6 月期の前期比年率 1.6%から大幅に加速することを意味する。

但し、こうしたブラジル経済の急加速は、政府の景気対策実施や中央銀行による累次の金融緩和などから予想されたものであり、ポジティブサプライズという訳ではない。当社は 2012 年のブラジル経済を従来から 1.6%成長と予想し、中央銀行サーベイによる予想中央値も同程度に収斂しつつある。7～9 月期高成長の見通しを踏まえても、残念ながら、そうした暦年の成長率予想を上方修正するには至らない。なお、2013 年について当社は 3.7%成長を見込んでいる。

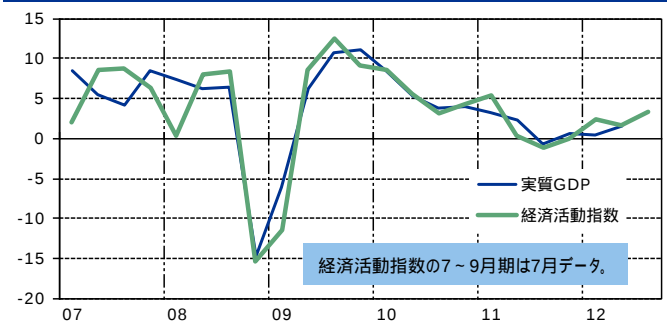
個人消費が成長加速のエンジン

7～9 月期の成長加速を支えているのは、引き続き個人消費であり、7 月の実質小売売上高は前月比 1.4%（6 月 1.6%）と 2 ヶ月連続で高い伸びを示した。失業率が歴史的な低水準となる 5%台前半まで低下するなど雇用所得情勢は改善が続き、4 月をピークに悪化していた消費者マインドも 9 月に反発するなど、個人消費を取り巻く環境は概ね良好である。加えて、8 月末で期限切れの予定だった付加価値税の減税措置が延長されたこと（家電は 2012 年末まで、自動車は 10 月末まで）も、個人消費の拡大を支援している。

自動車販売は 8 月急増の後、9 月急減

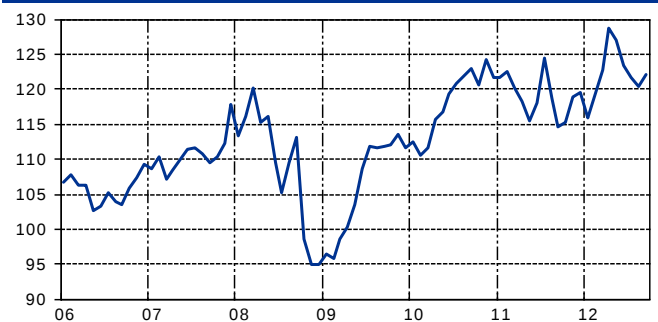
ブラジル政府が、当初期限の 8 月末ギリギリになって減税延長を公表したため、駆け込み購入によって 8 月

実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



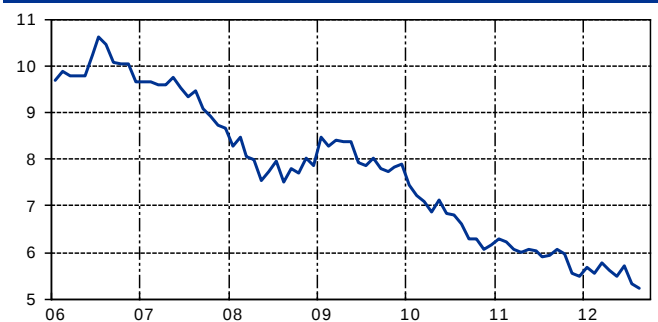
(出所)CEIC, Bloomberg

消費者信頼感指数（Sep2005=100）



(出所)CEIC

失業率の推移（当社試算季節調整値、%）



(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。見通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。

に自動車販売は急増し、その後 9 月に反動減が生じた。当社試算の季節調整値では新車販売台数（Light Vehicles）は 8 月に前月比 12.5%と増加した後、9 月に▲31.3%と急減、9 月の販売水準は減税措置適用前の水準まで落ち込んでいる。しかし、8 月までの急増により、7～9 月期平均では前期比年率 73.9%（4～6 月期 12.9%）と急増しており、7～9 月期の成長率を大きく押し上げた見込みである。なお、減税措置は 10 月末で終了する予定のため、自動車販売はボラタイルな推移が当面続く可能性がある。

輸出は減少基調が継続

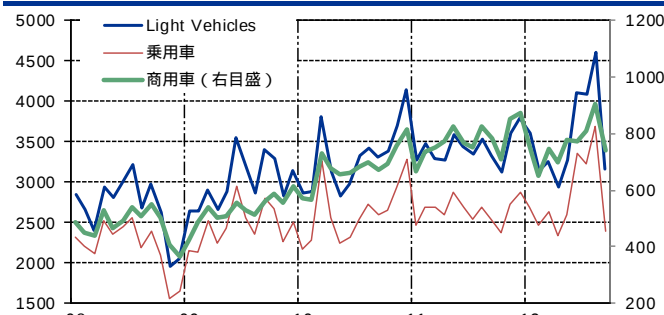
内需が好調な一方で、外部環境は引き続き悪化しており、輸出は減少の動きが止まっていない。ドル建ての貿易統計によると、7～9 月期の輸出（当社季節調整値）は前期比年率▲14.0%（4～6 月期▲15.2%）と 4 四半期連続で減少した。品目別には一次産品と二次産品が共に低調であり、また、仕向け地別には米国向けこそ底堅いものの、最大の輸出相手である中国向けをはじめ、欧州向け、アルゼンチン向けなどが大きく落ち込んでいる。輸出の大幅減少には、資源価格の下落も影響しているものの、中国経済が減速傾向にあり、素材セクターを中心に在庫調整が行われている影響が何よりも大きいと考えられる。中国における在庫調整が長引き、ブラジルの中国向け資源輸出が低迷を続けるリスクには十分な注意が必要である。

一方、輸入（当社試算値）は 7～9 月期に前期比年率▲41.0%（4～6 月期 7.3%）と輸出を上回る減少を示した。これまで高水準を続けてきた反動もあるが、レアル高の反転（＝レアルの減価）が浸透したことで輸入製品に対する国内製品の価格競争力が改善した影響が大きいと考えられる。

輸入品に対する価格競争力回復で生産底入れ

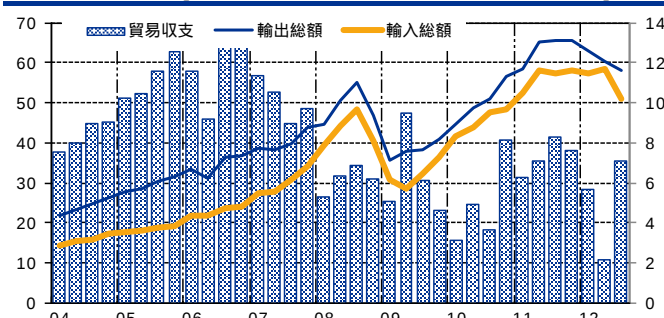
国内製品の競争力回復を受けて、輸出の低迷にも関わらず、鉱工業生産は 6 月前月比 0.2%、7 月 0.5%、8 月 1.5%と 3 ヶ月連続で増加し、7～8 月平均は 4～6 月期を年率換算で 4.7%（4～6 月期前期比年率▲3.2%）も上回っている。長らく低迷が続いてきた鉱工業生産にも、漸く底入れが見えてきたと言える。なお、足元の生産回復には、政府の販売支援策により自動車セクターの過剰在庫が一掃された影響もある。実際、自動車生産は 2011 年 10～12 月期前期比年率▲10.2%、

新車販売の推移（年率、千台、季調値）



(出所)CEIC

貿易動向（10億ドル、季調値、収支は右目盛）



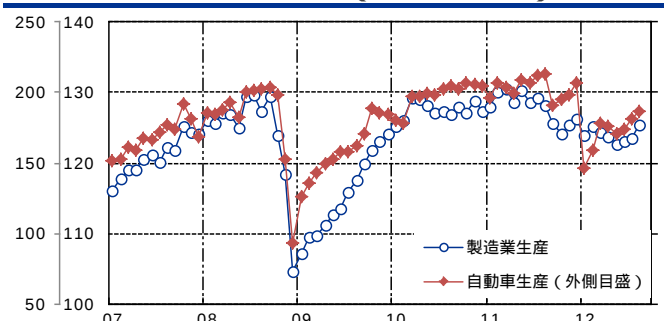
(出所)CEIC

レアル相場の推移（2007年=100）



(出所)CEIC

製造業生産の推移（2002=100）



(出所)CEIC

2012 年 1～3 月期 ▲58.3%と大きく落ち込んだ後、4～6 月期前期比年率 35.6%、7～8 月平均の 4～6 月期対比・年率換算 26.3%と急回復している。

資本財生産も公共投資追加などを受けて回復

設備投資と関係の深い資本財生産は、2011 年後半から 2012 年 1～3 月期に大きく落ち込んだ後、4～6 月期に前期比年率 14.5%、7～8 月平均の 4～6 月期対比は年率 5.5%と持ち直してきた。政府による公共投資の追加や金融緩和による金利低下などが寄与している

と考えられる。なお、ブラジル政府は 10 月 4 日に海外自動車メーカーが 2013～17 年に 30%の工業品減税特例を受けるための資格要件を公表した。現地報道によると、資格要件は ブラジル国内での製造工程数、 研究開発・イノベーション投資、 エンジニアリングや基礎技術への投資、 省エネ基準の 4 項目から構成され、うち 3 項目を満たせば、増税免除の特例を受けることができる。先行き 5 年間に関する要件が明示されたことで、海外自動車メーカーのブラジル投資が活発化する可能性があるだろう。

インフレ加速も、主因は引き続き食料

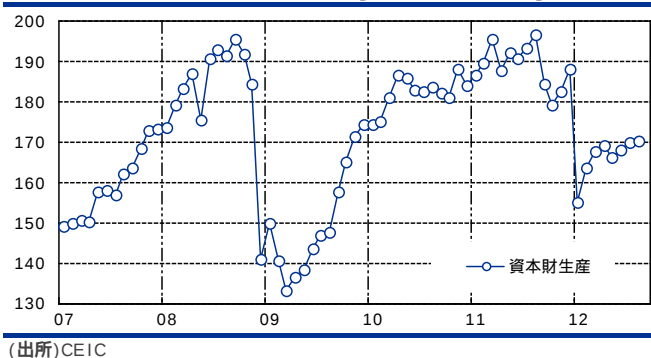
9 月の消費者物価指数（IPCA）は、ヘッドラインが季節調整値ベースで前月比 0.62%、年率 7.06%と 4 月 7.96%以来の高い伸びを記録した。前年比も 5.28%（8 月 5.24%）へプラス幅が拡大し、2 月 5.85%以来の高水準となっている。

但し、幅広い品目に物価上昇が広がっている訳ではない。現在の上昇は食料品が過半であり、食料品価格の前年比は 4 月 6.2%をボトムに 6 月 7.3%、8 月 8.9%、9 月 9.5%と大幅に高まり、インフレ率全体を押し上げた。一方、食料品を除けば、インフレ率は寧ろ、幾分低下している。

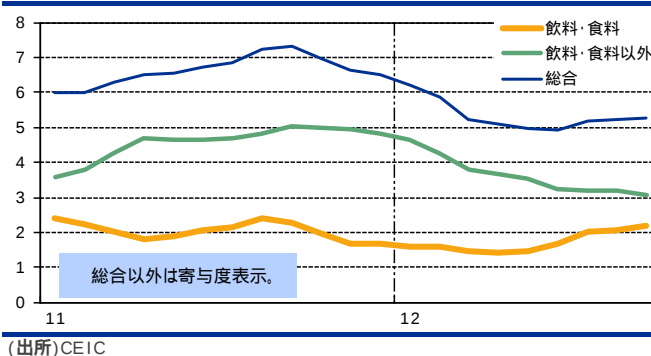
中央銀行は利下げ打ち止めも、利上げは急がず

中央銀行である BCB は 10 月 9～10 日に COPOM（金融政策委員会）を開催し、当社が予想したとおり 25Bp の追加利下げを決めた（市場では据え置きが予想されていたため、サプライズとなった）。政策金利である SELIC 金利はピークの 12.5%から実に 5.25%Pt も引き下げられ、7.25%になっている。前述のようにヘッドラインのインフレ率が上昇幅を広げた点は、中央銀行である BCB が追加利下げを見送る理由の一つになる。また、8 月 COPOM の時点から、BCB は追加利下げに慎重なスタンスを示しており、加えて 10 月 COPOM では 8 名中 3 名が利下げに反対票を投じた点も考慮すれば、利下げサイクルは今回の 25Bp 利下げで終了する可能性が高いと判断される。11 月下旬に行われる今年最後の COPOM では、政策金利は据

資本財生産の推移（2002=100）



IPCAの推移（前年比、%、%Pt）



SELIC金利の推移と予想（%）



え置かれると予想する。

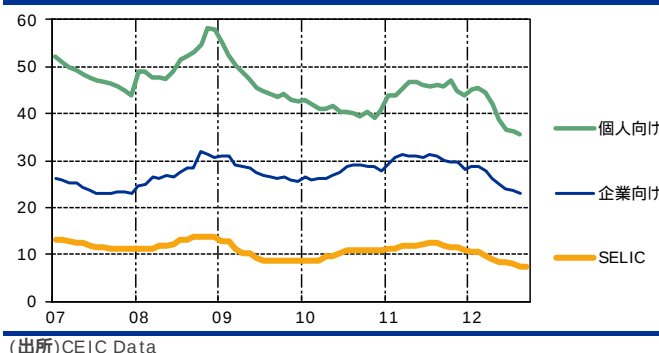
政府による電気料金引き下げがインフレ抑制

利下げサイクルは終了する見込みだが、前述のように食料品を除けばインフレ率に上昇傾向は見られず、またインフレに繋がるレアルの減価も止まっているため、BCB が利上げモードへ転換するまでには、時間的余裕があると考えられる。景気対策の一環として 2013 年 1 月に電力料金は家庭向けが 16.2%（産業向けは 28%）引き下げられる予定であることも、BCB が利上げを先送りする理由となるだろう。単純試算では、電力料金の引き下げにより、IPCA ヘッドラインには 0.5%Pt 強の押し下げ圧力が及ぶ。また、政府は家庭用品について新たな付加価値税の引き下げを検討中とも報じられている。

漸く持ち直しも構造改革は道半ば

ブラジル政府の腰の入った景気テコ入れと中央銀行の大幅な利下げにより、ブラジル経済は漸く持ち直してきた。景気対策の効果は継続し、10～12 月期も景気回復の動きは変わらないと考えられる。外部環境の更なる悪化には注意が必要だが、ブラジル経済は 7～9 月期から緩やかな回復軌道をたどると予想する。

貸出金利の推移 (%)



そうした短期的な観点からの景気対策を講じる一方で、ルセフ大統領は、これまで放置されてきた問題、すなわちブラジル経済の成長を圧迫してきたいわゆるブラジルコストや、インフラ整備不足といった問題にも取り組み始めている。具体的には、金融機関に働きかけての政策金利の引き下げ幅を上回る貸出金利引き下げや、来年予定される電力料金引き下げ、長期的なインフラ整備計画などである。また、貯蓄預金に関する制度改革¹もルセフ大統領による改革の一つとして挙げられる。そうした措置により、ブラジル経済の活力を奪ってきたいわゆるブラジルコストやインフラ不足の問題が解消へ向かうことが期待される。但し、税制面や手続き面の非効率性解消やインフラ整備には長い時間が必要であり、構造改革に対する取り組みが、すぐに成長率を押し上げる訳ではない。また、国内で構造改革を進める一方で、ブラジル政府が貿易面で保護主義的な動きを強めている点は懸念される。WTOに定められた範囲内の動きとは言え、10 月に 100 品目の輸入関税引き上げに踏み切り、更に 100 品目を 10 月中に追加する方向の模様である。こうした動きに対し、米国などは不安を募らせている。

当社では冒頭で述べたとおり、ブラジル経済が 2012 年に 1.6%の低成長にとどまった後、2013 年は 3.7%成長へと成長ペースが加速すると見込んでいる。しかし、2013 年に見込む 3.7%成長も、ブラジル経済の潜在成長率と想定される 4%には届かない。ブラジルが 4%成長へ復帰するのは構造改革が効果を発揮し始める 2014 年以降になると考えられる。

¹ 貯蓄預金の制度改革については、5 月 21 日付 Economic Monitor「政府が制度改革により中央銀行に利下げを迫る（ブラジル経済 UPDATE）」を参照。