Nov 19, 2012　No.2012-229　伊藤忠経済研究所

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 月期のブラジル経済は久方ぶりの高成長に

財政･金融政策が効果を発揮し、7～9 月期は 4%を超の高成長を達成した見込み。しかし、年前半の低迷が響き、2012 年は 1.6%の低成長に。2013 年は 3.7%成長へ加速も潜在ペースには届かず。

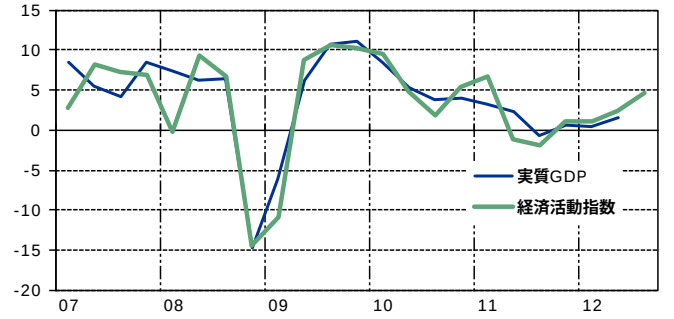
7～9 月期は 4%超の高成長に

ブラジル政府は 11 月 30 日に 7～9 月期の GDP 成長率を公表する予定だが、久方ぶりの高成長が見込まれる。中央銀行である BCB が試算している月次経済活動指数は鉱工業生産の縮小などを受けて、9 月こそ前月比▲0.52%と 7 ヶ月ぶりに低下したものの、7～9 月期で見れば前期比年率 4.7%（4～6 月期 2.5%）と大幅に伸びが高まった。前回レポートで予測したように、**7～9 月期のブラジル経済は前期比年率 4～5%と、2010 年前半以来の高成長を達成**する見込みである。

成長率予想は 2012 年 1.6%、2013 年 3.7%

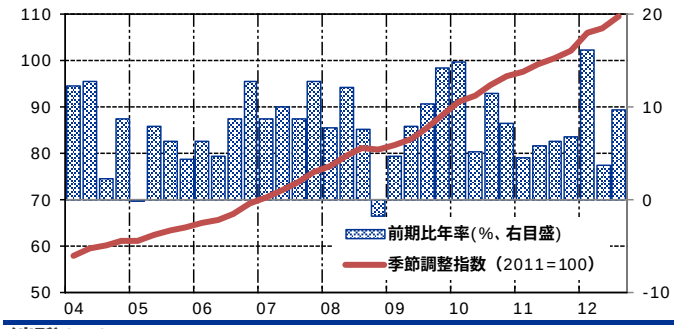
7～9 月期の景気回復は、ブラジル政府の景気対策と中央銀行である BCB の金融緩和を反映したものである。財政・金融政策の効果は 10～12 月期も続き、少なくとも 2012 年内は景気回復の動きが継続すると考えられる。しかし、2011 年後半から 2012 年前半までの低成長が響き、**2012 年通年で見れば、ブラジル経済は 1.6%の低成長にとどまる見込み**である。なお、**2012 年後半からの景気回復が寄与することで、2013 年の成長率は 3.7%へ高まる**と予想している。

実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



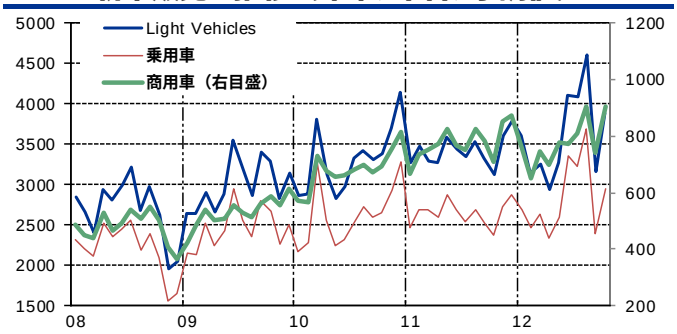
(出所)CEIC、Bloomberg

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

海外情勢が引き続き最大のリスク

ブラジル経済にとっての、最大のリスクは海外からの逆風の強まりである。**海外経済の回復が遅れ、資源分野を中心に輸出の落ち込みが再び加速するようであれば、成長ペースが下振れするリスク**が存在する。一方、国内については、政府の梃入れがあるため、短期的に見れば下振れリスクは小さい。但し、**長期的な観点で考えれば、ブラジルコストやインフラ整備不足といった問題の解消がスムーズに進むか否かが焦点**となる。ルセフ大統領は、問題解消に向けて意欲的に取り組んでいるが、スムーズに進む保証はない。最近も、インフラ整備計画の一角を占めるリオ・サンパウロ間の高速鉄道計画の公表が再度先送りされている。

高成長の主役は個人消費

7～9 月期高成長の主役は個人消費である。実質小売

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。

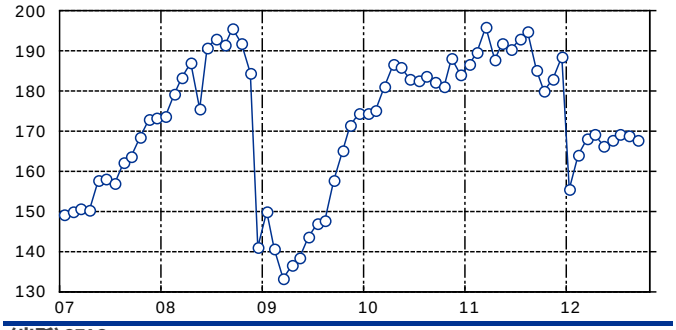
業売上高は 7～9 月期に前期比年率 9.6%（4～6 月期 3.6%）と高い伸びを示した。**減税措置を受けて、自動車や家電関連が好調なほか、幅広い品目で拡大を確認**できる。なお、自動車に関する減税措置は当初 5～8 月の限定措置として導入された後、8 月末に 10 月末まで、10 月 24 日に 12 月末まで延長されている。自動車販売は減税切れを睨んで 8 月に前年比 28.2%と急増した後、その反動から 9 月に▲7.6%と減少、10 月は 21.8%と再び持ち直している。ちなみに、当社試算の季節調整値では 7～9 月期の自動車販売は前期比年率 67.5%（4～6 月期 4.2%）の急増である。

自動車セクターの投資拡大に期待

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、政府による公共投資の追加などを受けて 4～6 月期に前期比年率 13.2%と持ち直した。しかし、7～9 月期は 2.1%へ再び減速している。後述するように、**輸出が下げ止まったとは言い難く、鉱工業生産も精彩を欠いているため、民間企業が設備投資に二の足を踏んでいる**と考えられる。

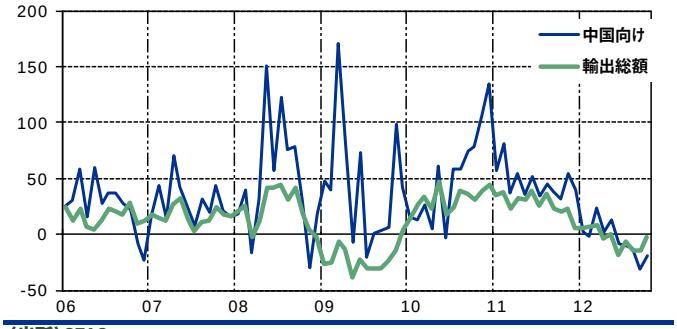
但し、**先行きについては、自動車産業の設備投資活発化が期待**される。10 月 22 日からサンパウロで開催された国際モーターショーで、BMWが年間生産能力 3 万台の高級車新工場の建設を正式に発表したほか、トヨタは生産能力増強、ホンダも研究開発拡充の方針を明らかにしている。また、起亜自動車やボルボもブラジルでの工場建設を検討する旨を示した。こうした動きは、**10 月 4 日にブラジル政府から海外自動車メーカーが 2013～17 年に 30%の工業品減税特例を受けるための資格要件 [1]が公表され、今後の事業環境に関する不透明感が払しょくされた**ことに呼応したものである。現在行われている減税措置の終了後に需要先喰いの反動がある程度生じることは避けられないが、**ブラジルが中南米一の人口を抱え、また所得水準の上昇により高級車の販売も期待できる状況になりつつあるというファンダメンタルズ面からのポテンシャル**を踏まえ、自動車各社が積極的な投資方針を示していると推察される。なお、ブラジル自動車工業会は、外国自動車メーカーが政府の資格要件を満たすために必要な投資総額を最低でも 138 億レアル（約 5,340 億円）と試算している。

資本財生産の推移（2002＝100）



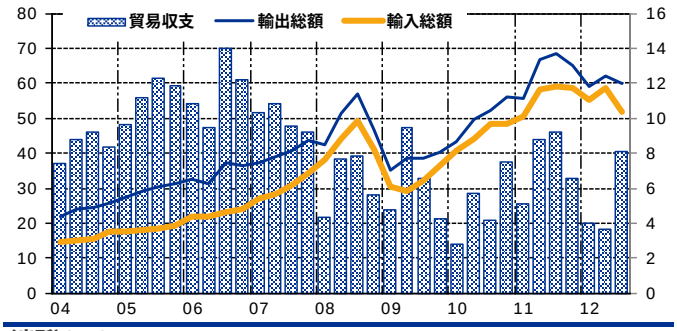
(出所)CEIC

輸出額の推移（ドル、前年比、%）



(出所)CEIC

貿易動向（10億ドル、季調値、収支は右目盛）



(出所)CEIC

輸出には下げ止まりの兆しもあるが…

一方、外部環境は引き続き予断を許さない。ドル建て

[1]資格要件は①ブラジル国内での製造工程数、②研究開発・イノベーション投資、③エンジニアリングや基礎技術への投資、④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

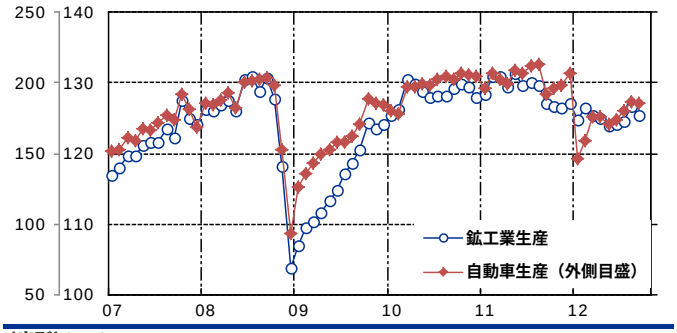
の貿易統計によると、7～9 月期の輸出は前年比▲11.6%（4～6 月期▲7.4%）と大きく落ち込んだ。品目別には一次産品と二次産品が共に低調であり、また、仕向け地別には米国向けこそ底堅いものの、最大の輸出相手である中国向けをはじめ、欧州向け、アルゼンチン向けなどが大きく落ち込んでいる。輸出の大幅減少には、資源価格の下落も影響しているものの、中国経済が減速傾向にあり、素材セクターを中心に在庫調整が行われている影響が何よりも大きい。中国の経済指標は 10 月に持ち直しの動きを見せ、ブラジルの中国向け輸出も 10 月は前年比▲18.3%（9 月▲30.4%）へと減少幅が縮小した。中国向けの減少ペース鈍化を受けて、輸出全体も▲1.7%（9 月▲14.1%）と横ばい近くまで戻している。但し、**資源価格が未だ不冴えなこともあり、ブラジルの輸出の先行きについては慎重に見る必要**があるだろう。

7～9 月期は、輸出のみならず、輸入も前年比▲11.1%（4～6 月期 0.4%）と低調だったため、純輸出は成長率を押し下げていない[2]。輸入の減少は、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。

自動車主導で 7～9 月期の生産は拡大

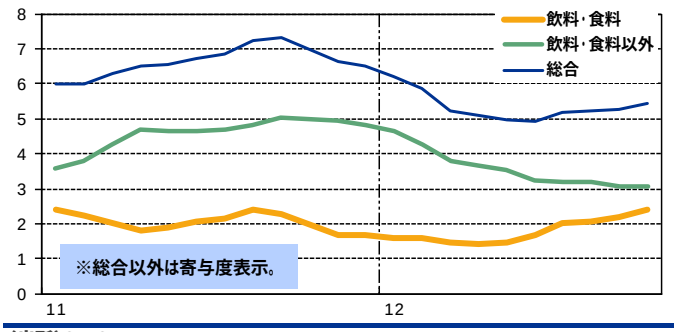
国内製品の競争力回復を受けて、輸出低迷にも関わらず、鉱工業生産は 7～9 月期に前期比年率 4.1%（4～6 月期▲3.5%）と 1 年ぶりの増加に転じた。政府の販売支援策により過剰在庫が一掃され、自動車セクターの生産が 27.2%（4～6 月期 36.1%）と伸びた影響が大きい。但し、月次で見ると、9 月には自動車をはじめ主要セクターが軒並み減産に転じている。**輸出が下げ止まったとは言い難い状況の下、鉱工業生産も依然として精彩を欠いており、先行きを楽観視はできない**。

鉱工業生産の推移（2002=100）



(出所)CEIC

IPCAの推移（前年比、%、%Pt）



(出所)CEIC

インフレリスクは限定的

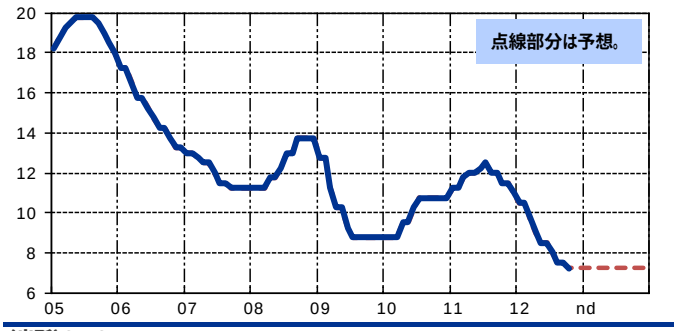
10 月の消費者物価（IPCA）は前年比 5.45%（9 月 5.28%）と 2 月の 5.85%以来の高水準を記録した。季節調整済の前月比でも 0.57%（9 月 0.62%）と高い伸びが続いている。但し、品目別に見ると、上昇は、国内外の天候不順を受けた飲料・食料品に限られており、**飲料・食料を除いたベースではインフレ率は寧ろ低下傾向**にある。中央銀行総裁は、天候不順による押し上げは 10 月がピークとしており、インフレ率は低下に向かう可能性が高い。なお、景気対策の一環として 2013 年 1 月に電力料金は家庭向けが 16.2%（産業向けは 28%）引き下げられる予定である。単純試算では、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ため、**インフレ率は 2013 年には 5%を割り込む可能性**が高い。

やや長い目で見れば、下落傾向にあるレアル相場がインフレ動向に及ぼす影響が懸念される。但し、**ブラジル政府は、通貨高を先進国による「通貨戦争」として強く警戒する一方で、急激な通貨安に対しても介**

[2] 実質の季節調整ベースでは、寧ろ成長率を押し上げたと考えられる。

入などでペースダウンを図る方策を示している。インフレリスクを高めるような急激な通貨安に陥る可能性は高くないだろう。

SELIC金利の推移と予想（%）



(出所)CEIC

中央銀行は政策金利を当面据え置く見込み

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。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。7～9月期のブラジル経済は高成長を示し、また10月COPOMでは8名中3名が利下げに反対票を投じた。そのため、**利下げサイクルは10月で終了**したと判断される。一方、既に述べたように、ヘッドラインのインフレ率は高まっているが、その要因であった飲料・食料品はピークアウトが近く、また年明け以降には新たなインフレ低下要因が生じる。加えて、**当社予想では2013年の成長ペースは、潜在成長率である4%に届かないため、インフレ圧力の高まりも想定されない**。**BCBが利上げを急ぐ必要性はなく、来年を通じて政策金利は低位に維持**される可能性が高い。