

期待外れに終わった7～9月期のブラジル経済

ブラジル経済は4～6月期前期比年率1.0%が7～9月期2.4%へ成長加速も、市場予想の4.0%を大きく下回り、期待外れ。輸出や投資の低迷が続き、個人消費も想定ほどに伸びず。政府の介入的な産業政策等をリスクと考えた企業による設備投資の抑制や、家計債務の積み上がり、金融・財政政策の効果を減殺。10～12月期以降も緩やかな成長は続くが、大幅な加速は期待できず。成長率予想は2012年1.0%、2013年3.5%へ引き下げ。中央銀行は2013年を通じて政策金利を据え置くと想定。

7～9月期の成長率は期待外れ

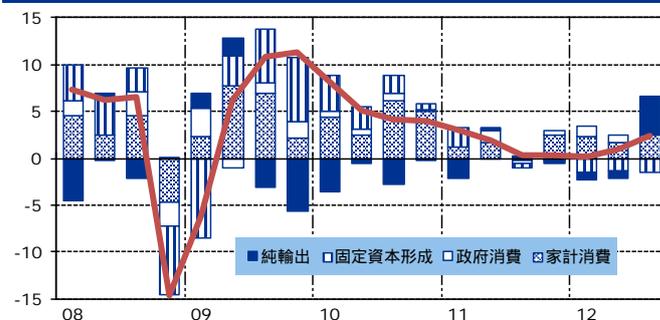
11月30日に公表されたブラジル経済の2012年7～9月期成長率は前期比年率2.4%となり、4～6月期の1.0%から伸びが高まった。しかし、市場や当社が見込んだ4%台には遠く及ばず、4～6月期も2.4%から1.0%へ大幅に下方修正されており、期待外れだったと言わざるを得ない。

輸出と投資の低迷が継続

7～9月期のブラジル経済が期待外れに終わった原因は、二つの観点から分析できる。第一は、引き続き7～9月期も、ブラジル経済が強い逆風に晒されたという観点である。1～3月期前期比年率3.8%、4～6月期13.1%と急減した輸出は、世界経済の底入れを反映し7～9月期に0.8%と下げ止まりこそしたものの、ブラジル経済を押し上げるまでには至らなかった(寄与度0.1%Pt)。なお、輸入が前期比年率23.5%(7～9月期5.8%)と急減したため、輸出から輸入を控除した純輸出で見ると、成長率を前期比年率4.0%Ptも押し上げている。但し、輸入減少(寄与度3.9%Pt)は、とりもなおさず国内在庫圧縮¹⁾(寄与度2.6%Pt)を招いており、外需が成長を押し上げたとの解釈をすべきではない。

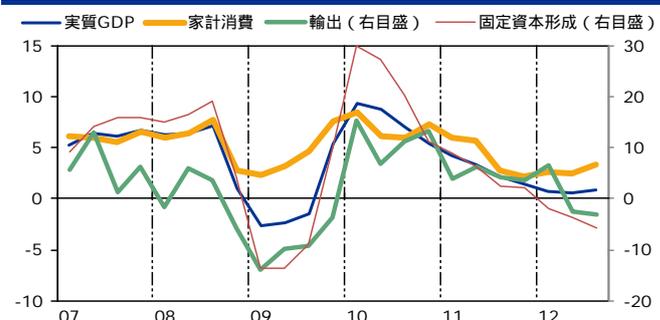
更に、中央銀行の政策金利引き下げによる調達コスト低下とレアル安による国産品の競争力回復に伴う製造業生産の底入れも関わらず、固定資本形成が前期比年率7.6%(4～6月期6.2%)と5四半期連続で大幅に減少し、成長率を大きく押し下げた。後述するよ

実質GDP（前期比年率、%）



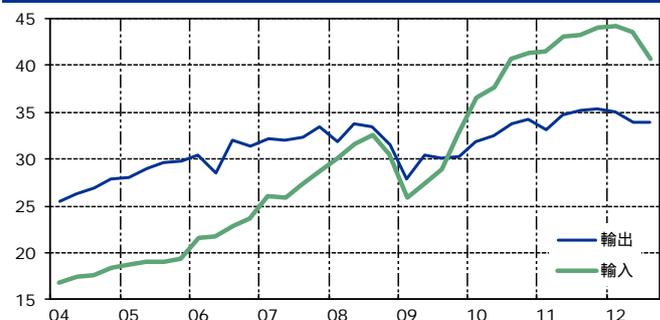
(出所)CEIC

ブラジルの成長率推移（前年比、%）



(出所)CEIC

GDPベース実質輸出入の推移（10億レアル）



(出所)CEIC

¹ 在庫はGDP統計上明示されておらず、残渣より試算。そのため、他の要因が含まれている可能性もある。

うに直接投資による海外からの資金流入は継続しているものの、国内の設備投資拡大には結びついていない。こうした輸出と投資の低迷という構図が継続したことが、7~9月期の低成長をもたらした原因と言えるだろう。

個人消費が伸び悩む

第二は、減税等の政策効果による追い風を受けて大幅な拡大が期待された個人消費が、過去1年と同程度の伸びにとどまったという観点である。7~9月期の個人消費は前期比年率3.8%と4~6月期の2.7%から加速し、実質GDP成長率を2.4%Pt押し上げた。他のコンポーネントに比べれば十分に立派な寄与である。しかし、7~9月期の伸び3.8%は、過去1年の個人消費の伸び3.4%を若干上回りはするが、際だって高いものではない。度重なる減税や借入金利の低下という刺激策が講じられた割には、個人消費は伸び悩んでいるとの評価が可能と言える。

投資拡大を阻害する政府介入への不安

世界経済の低迷と言う外部環境は如何ともし難いが、ブラジル経済においては、財政政策と金融政策による景気刺激策などによる内需拡大を阻害する種々の要因が存在していることが懸念される。

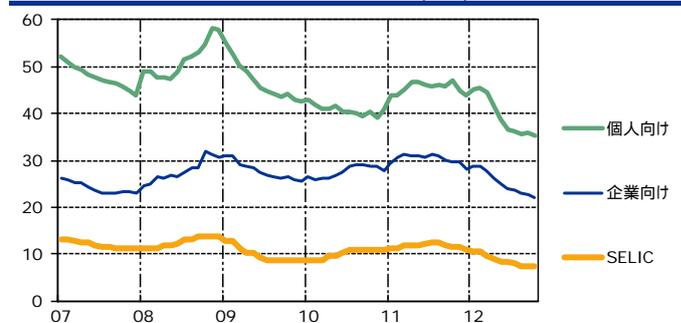
設備投資の低迷については、ブラジル政府の制度変更や介入などが不透明感の高まりを招き、投資リスクの拡大として企業に認識された点が要因として指摘できる。

まず、自動車産業における国産車優遇策は、厳しい国内調達比率を課される可能性から、海外自動車メーカーの一時的なブラジル投資手控えを招いた。同施策は、レアル高に伴う国内自動車メーカーの苦境や世界有数の国内自動車市場が輸入車に席卷されることへの危機感から講じられたものだが、その制度詳細が不明であったため、自動車メーカーの投資先送りに繋がったと考えられる。なお、政策の詳細が公表されたことから、2013年から自動車メーカーの設備投資は活発化²する可能性が高い。

また、来年から予定されている電力料金引き下げは、電力会社の利益率圧迫により実現されるため、エネルギー産業の投資手控えに繋がっているとの指摘がある。加えて、非製造業においても、金融機関に対する政府の金利引き下げ要請が、金融サービス業の収益見通しを不透明とし、投資リスクを高めた旨の解釈が見られる。

こうした電力料金や金利引き下げは、ブラジルコストの削減を目指したルセフ大統領による経済構造改革の一環として位置付けられる。但し、実際に打ち出されている改革は、理念を伴ったパッケージではなく、特定の産業や分野を対象とした個別政策にとどまる。また、現時点で示されている政策の共通点として、既存事業者への圧力等によるコスト引き下げに主眼が置かれ、新規事業者の参入を促すことを通じた市場メカニズムを利用した効率化(コスト引き下げ)は企図されていないことが挙げられる。現在のメカニズムが効率的ではないが故の政府介入

貸出金利の推移(%)



(出所)CEIC Data

² 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。

とは言え、既存の民間事業への国家による強権発動であり、投資家が政治リスクの高まりと認識するのにも已むを得ない。

海外からの資金流入が続いていることに鑑みれば、現在の投資手控えはブラジルコストの解消に向けた一時的な「産みの苦しみ」ととどまる可能性が高そうである。しかし、将来的に投資資金のブラジル離れに繋がるリスクも否定はできず、ブラジルコストの引き下げに向けて、よりバランスのとれた透明性の高い政策パッケージを示す必要があると考えられる。

金融緩和にも関わらず鈍化する個人向け貸し出し

個人消費の低迷については、家計債務の積み上がりが、金融緩和の効果や減税の効果をも弱めている可能性が指摘できる。中央銀行のデータによると、個人向け貸出金利は過去1年間に47%から35%へ12%Ptも低下した。政策金利であるSELICは4.25%Ptの低下にとどまるため、政府要請が個人向け金利の引き下げ幅を大きく増幅したことが読み取れる。こうした金利低下にも関わらず、耐久財消費の伸びがそれほど高まらないのは、利鞘幅の低下による金融機関側の慎重姿勢もあるが、寧ろ家計の債務残高が積み上がっているために融資態度を厳格化している影響が大きいと考えられる。実際、民間金融機関の個人向け貸出金の伸びは鈍化傾向にあり、引当率は2011年初めをボトムに上昇している。

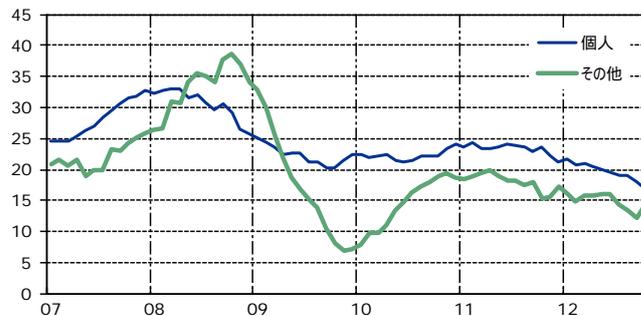
緩やかではあるが、経済活動は上向き

月次の経済データを見ると、ブラジル経済は回復傾向を維持している。鉱業がけん引するかたちで鉱工業生産は10月に前月比0.9%と増加、前年比でも2.3%と昨年8月以来のプラスに転じた。製造業に限っても、輸入車に押され落ち込んでいた自動車生産が前年比1.2%と昨年12月以来の水面上に浮上するなど、持ち直しの動きが見られる。

失業率の低位推移が示す雇用情勢の改善を背景に、個人消費を広範にカバーする実質小売売上高も10月に前月比0.8%と5か月連続で拡大している。

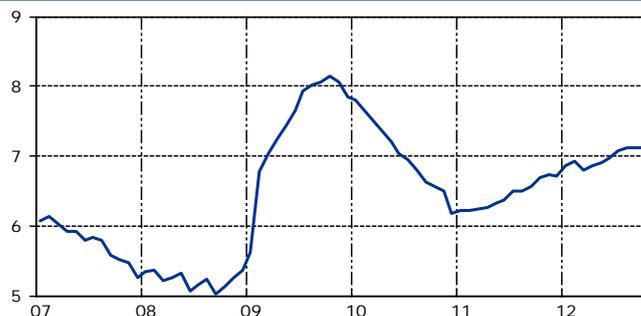
史上最高を記録した2011年にこそ届かないが、経常収支の赤字を上回る規模の対内直接投資も継続しており、国内設備投資の拡大に向けた資金流入は確保できている。

民間セクター向け貸出金（前年比、%）



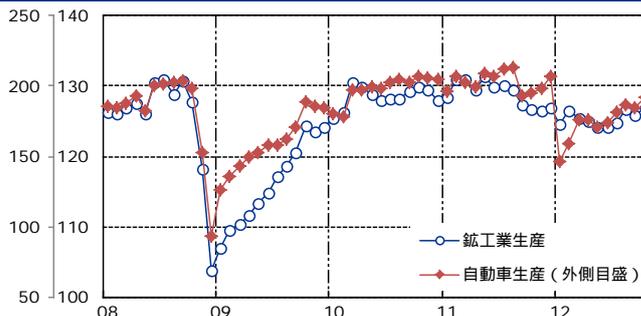
(出所)CEIC Data

民間金融機関の引当率（引当金/貸出金、%）



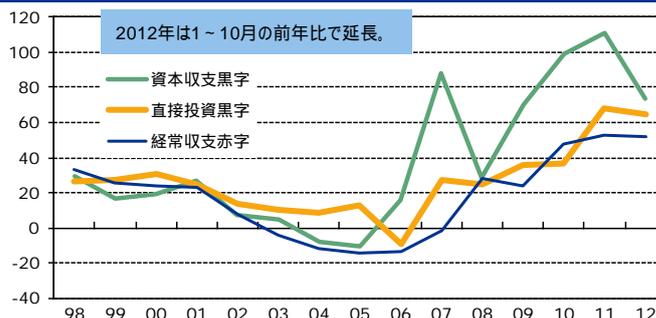
(出所)CEIC Data

鉱工業生産の推移（2002=100）



(出所)CEIC

経常収支と直接投資（10億ドル）



(出所)CEIC Data

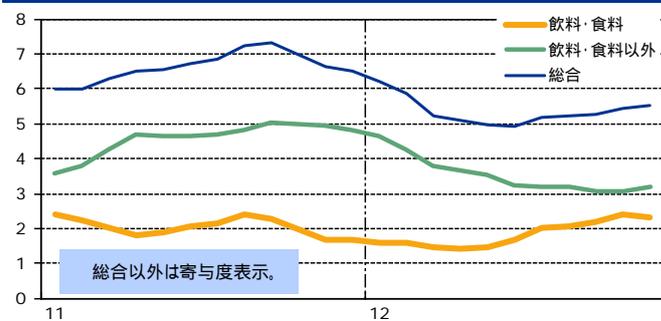
成長率予想を2012年1.0%、2013年3.5%へ引き下げ

ブラジル政府は、製造業の一部に適用していた減税策を建設業に拡大するなど、インフラ投資の増加に向けた施策を追加的に講じている。既に指摘した成長加速を阻害する要因が存在するため、ブラジル経済の回復ペースが大きく高まることは期待できないが、10~12月期以降も緩やかな回復の継続は十分に見込めるだろう。従来、当社は、ブラジル経済の成長率を2012年1.6%、2013年3.7%と見込んできたが、7~9月期の成長率が予想を大きく下回った点などを踏まえ、成長率予想を2012年1.0%、2013年3.5%へ引き下げる。

インフレ率は食料品を除けば引き続き安定

消費者物価上昇率（IPCA）は2012年5・6月に5%を割り込んだが、その後は緩やかに上昇し11月は前年比5.53%（10月5.45%）まで高まった。インフレ率上昇の主因は、年央の6%台が11月に10%超まで高まった飲料・食料であり、他の品目については上昇率の高まりが確認されない。ブラジル経済の低成長を反映し、国内需給という観点からは、インフレ圧力が高まっていないと判断できる。加えて、2013年1月には、電力料金³が家庭向けは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、年明け以降のインフレ率抑制に繋がる。

IPCAの推移（前年比、%、%Pt）



(出所)CEIC

予想を下回る低成長でリアル安リスクが高まる

一方、7~9月期の成長率が市場予想を大きく下回ったこともあって、通貨リアルに対する下押し圧力が増しており、今後のインフレ加速に繋がる懸念がある。当局の介入もあって、リアルの対ドルレートは2012年1月から11年半ばまで1ドル当たり2.02~2.03リアルで安定的に推移してきたが、12月初めに2.1リアルを超え、その後2.07~2.08リアルまで戻したものの、未だリアル安圧力が燻っている。輸出競争力向上のために、政府は緩やかなリアル安は容認する姿勢と考えられるが、足元の急速なリアル安進行に対しては、中央銀行を中心に強い警戒感を示しており、リアル買い介入を行うと同時に、短期資本流入抑制のために導入した金融取引税の対象縮小⁴にも踏み切った。

リアル相場の推移（2007年=100）



(出所)CEIC

SELIC金利の推移と予想 (%)



(出所)CEIC

2013年中の政策金利据え置きがメインシナリオ

1ドル=2.1リアル程度でリアル相場が安定すればインフレ圧力は限定的なものにとどまり、中央銀行のイ

³ 電気料金は、平均20.2%の引き下げとなる見通しだが、変更される可能性が度々報じられている。

⁴ 課税対象となる借入を、従来の期間2年未満から1年未満へ縮小。

インフレ目標である $4.5\% \pm 2\text{Pt}$ を逸脱する可能性は低いが、追加利下げを契機にリアル売り圧力が高まり、インフレに繋がるリスクを否定はできない。また、中央銀行はこれまでの累積 525Bp、2012 年だけでも 375Bp に及ぶ大幅利下げの効果が今後顕現化すると判断しており、景気刺激のための追加利下げには現時点で消極的である。景気回復が遅れ、かつ 2013 年入り後のインフレ率が（電力料金値下げの影響を控除した上でも）低下傾向を辿る場合、中央銀行が追加利下げに踏み切る可能性は当然に残る。しかし、景気が回復傾向を辿り、インフレ率が 4~5% を中心に推移するという当社のメインシナリオにおいて、政策金利は 2013 年を通じて 7.25% に据え置かれる見込みである。