

低空飛行の続くブラジル経済

投資と輸出の低迷により、ブラジル経済は10～12月期も潜在成長ペースを下回った見込み。そうした低成長にも関わらず、インフレリスクが高まりつつあり、金融政策の自由度は低下。インフラ投資と輸出回復により、2013年の成長率は高まるも潜在ペースには届かないと予想。

10～12月期も低空飛行が続く

ブラジル経済は、低空飛行が続いている。瞬間風速を示す季節調整値ベースの前期比年率は、2011年7～9月期から2012年4～6月期まで1%を下回った後、7～9月期に漸く2.4%へ加速したが、一般に潜在成長率とされる4%を大きく下回ったままである。また、原系列の前年比ベースでは2012年1～3月期以降1%を下回る低成長が続いている。月次GDPに相当する中央銀行試算の経済活動指数は、10月前月比0.4%、11月0.4%と2ヶ月連続で上昇、持ち直しの動きは確からしさを増しつつあるが、それでも10～12月期の成長率は、7～9月期の前期比年率2.4%並みか、それを若干上回る程度にとどまる可能性が高い。

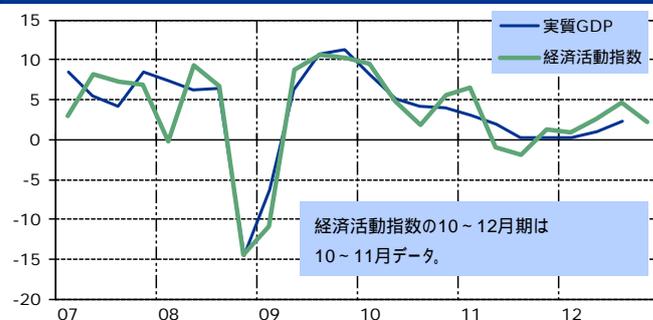
2012年10～12月期の経済動向を見ると、個人消費が相対的に底堅く推移する一方で、企業部門による投資減少と輸出低迷が足を引っ張るという、従来からの構図が続いている。

個人消費は底堅さを維持

個人消費を広範に捕捉する指標である実質小売売上高は11月まで6ヶ月連続で増加し、増勢が維持されている。消費者マインドは低下基調にあるものの、底堅い雇用情勢と賃金上昇に加え、減税などの消費刺激策が消費拡大を支えている。

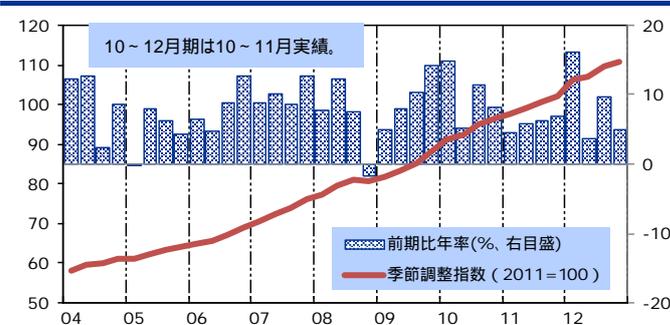
2012年の新車販売台数(Light Vehicles)は前年比6.1%(2011年2.9%)と引き続き拡大し380万台を超え、2013年の400万台到達が視野に入った。但し、増加ペースは2010年までの二桁増加から大幅に低下している。2012年の自動車市場の特徴は、ブラジル政府の国内自動車産業保護政策(税制優遇や輸入抑制)を受けて、国産車販売が8.3%増加する一方、輸入車は7.3%減少し、輸入車の販売比率が2011年の23.5%から2012年は20.9%へ低下したことである。輸入車販売比率は、四半期ベースで見ると、2011年10～12月期の26.3%をピークに、2012年後半には20%を割

実質GDPと経済活動指数(前期比年率、%)



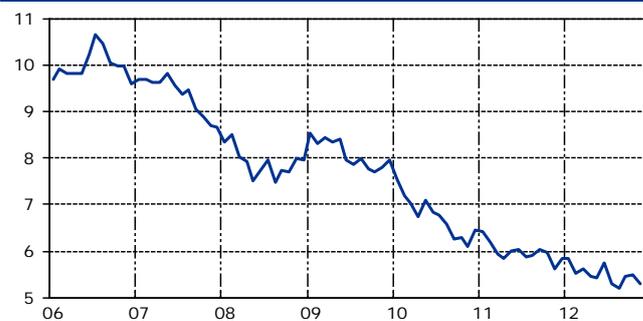
(出所)CEIC, Bloomberg

実質小売売上高(2011=100,前期比年率、%)



(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。

り込む水準まで低下している。

投資抑制を受けて資本財生産が低迷

鉱工業生産は、リアル安と自動車生産の回復を受けて夏場に底入れしたものの、その後は一進一退の推移が続いている。内訳を見ると、底堅い個人消費を反映して消費財生産が緩やかながら上向きつつある一方、設備投資の低迷を受けて資本財生産は減少基調にある。

投資環境の流動化が嫌気される

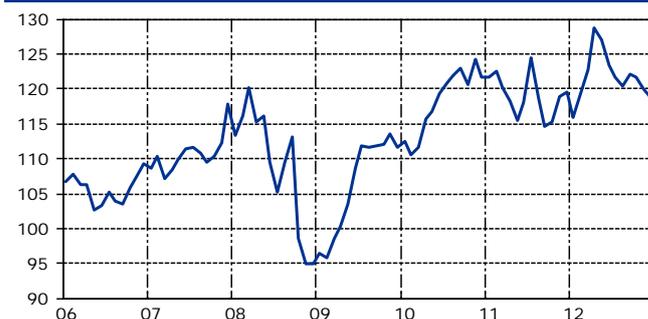
設備投資低迷の背景として、前回レポートで詳述したように、ブラジル政府の種々の制度変更や介入が不透明度合いを高め、投資リスクの拡大として企業に認識されていることが指摘できる。

政府による金融セクターや電力セクター等に関する制度変更は、高金利や複雑な税制など所謂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。しかし、政策の方向性は正しいとしても、残念ながら現時点では、理念を伴ったパッケージにはなっておらず、特定の産業や分野を対象とした個別政策にとどまる。加えて、多くの政策は、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)までは図られていない。高コストの引き下げが目的であるとしても、民間事業に対する国家の強権発動は、投資家から政治リスクの高まりとして認識される。ブラジルコストの引き下げと投資拡大を両立するためには、税制など経済の基礎的な部分にフォーカスした透明性の高い政策パッケージを示す必要がある。

輸出は持ち直しに未だ転じず

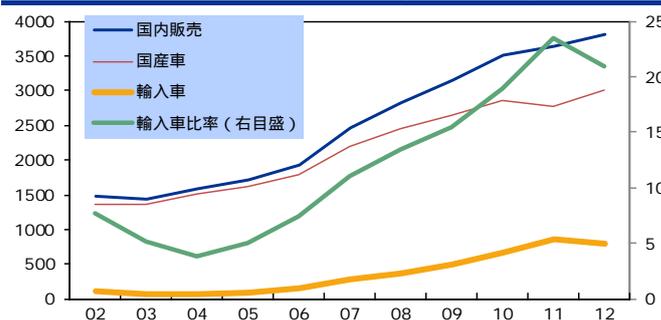
輸出は減少こそ止まったものの、持ち直しには未だ転じず、底這いが続いている。リアル安により価格競争力が回復した工業品や半工業品などの二次製品には、持ち直しの兆しが見られるものの、輸出全体の4割強を占める鉄鉱石や大豆、コーヒーなどの一次産品が未だ低調推移を脱していない。ブラジルにとって一次産品の主要な輸出先である中国向けは、中国国内での在庫調整一巡などを反映し、9月の前年比30.4%をボトムに、12月には12.6%までマイナス幅が縮小した。未だ前年割れは続いているが、中国経済の回復

消費者信頼感指数 (Sep2005=100)



(出所)CEIC

ブラジルの自動車市場 (千台、%)



(出所)ブラジル自動車工業会など

鉱工業生産の財別推移 (2002=100)



(出所)CEIC

貿易動向 (10億ドル、季調値、収支は右目盛)



(出所)CEIC

を受けて今後は持ち直しへ向かう見込みである。但し、2013 年前半については財政問題を抱える欧米向けが足かせとなり、輸出全体の増加ペースが大きく高まることを期待できない。

インフレ率が再び 6% に接近

このように景気回復が力強さを欠くにも関わらず、インフレリスクを警戒せざるを得ない状況に、ブラジル経済は陥りつつある。消費者物価指数 (IPC A) は 2012

年 12 月に前年比 5.84% (11 月 5.53%) へ上昇、2 月の 5.85% 以来の高水準に達した。中央銀行である BCB がインフレ目標とする 4.5% ± 2.0% Pt の上限である 6.5% こそ下回っているものの、6 月の 4.92% をボトムとして上昇傾向にある。季節調整値ベースの前月比は 12 月に 0.73% (11 月 0.51%) と、年率換算では 9% を超える伸びを記録している。

レアル安による輸入インフレのリスク

11 月までのインフレ率上昇は、天候不順を原因とした飲料・食料価格の上昇に限られていた。しかし、12 月は、そうした飲料・食料価格の上昇継続に加え、レアル安による輸入物価上昇の影響が顕現化してきた可能性が指摘できる。内訳を見ると、飲料・食料価格は前年比 9.9% (11 月 10.1%) と 10% 前後の伸びが続き、衣服 (11 月 5.5% 12 月 5.8%) や娯楽 (9.2% 10.2%) は伸びを高め、11 月迄マイナス圏にあった家電 (0.3% 0.8%) と運輸 (0.3% 0.5%) もプラス圏へ転じている。

相次ぐ公共料金の改訂

2013 年初めは、公共料金の改訂が相次ぐ。ガソリン価格 (報道では 7%) やディーゼル価格 (同 5%) の引き上げがほぼ確実と見込まれているほか、地方政府によるバスなど都市交通の運賃引き上げも行われる可能性が高い。なお、ガソリンスタンド (ガソリンポスト) 価格は過去 10 年据え置かれてきたため、引き上げは 2013 年のインフレ率を押し上げるが、その一方で都市交通の運賃引き上げは恒例行事に過ぎず、必ずしもインフレ率を押し上げる訳ではない。

価格引き上げが大部分を占める中、ルセフ大統領の肝煎りにより、電気料金の価格は 1 月 25 日から大幅に引き下げられた。引き下げ幅は住宅向けが 18%、工業や農業・商業向けは 32% であり、事前に想定され

輸出動向 (前年比、%)



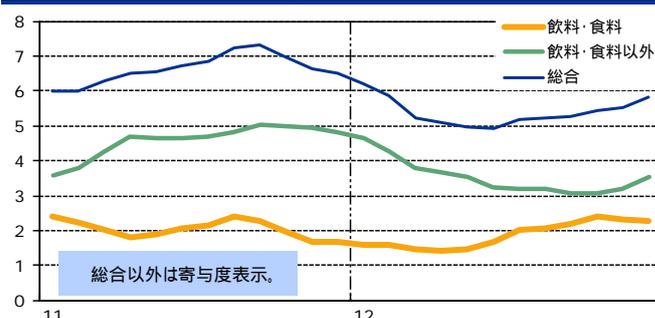
(出所)CEIC

IPC A の推移 (%)



(出所)CEIC

IPC A の推移 (前年比、%、% Pt)



(出所)CEIC

レアル相場の推移 (2007年=100)



(出所)CEIC

た住宅向け 16%、事業所向け 28%を上回っている。

賃金上昇率は低下するが...

賃金動向に大きく影響する最低賃金の引き上げ率は2013年に9%となった。2012年の14.1%からは低下したものの、引き続き高い伸びである。なお、最低賃金は前年(今回は2012年)のインフレ率と前々年(今回は2011年)の成長率を合算して算出されるため、経済動向による需給変化を反映しにくいという問題¹がある。例えば、2012年は高い賃金上昇率が個人消費の拡大を支える一方で、産業の国際競争力を削いだとも言えるだろう。

BCBがインフレ警戒を強める

種々の公共料金価格の大幅改定が相次ぐこともあり、インフレ動向は見極めにくい状況にある²。しかし、リアル安と高い賃金上昇率が相俟って、スパイラル的にインフレを加速させるリスクが従来よりも高まっていることを勘案すれば、追加利下げは、中央銀行にとってハードルが高いと考えられる。実際、BCBは昨年10月に政策金利を7.25%へ引き下げた後、11月、2013年1月と2回連続で政策金利を7.25%に据え置いたが、1月会合後に公表したステートメントでは「インフレ率をインフレ目標に収斂させるためには、十分長期に渡る金融環境の安定が必要³」と記してインフレ率の上昇に対する警戒感を滲ませた。

ブラジル経済の低空飛行を踏まえれば、インフレ抑制のための利上げ転換も難しく、BCBは悪く言えば手詰まりの下で、よく言えば累積525Bpの利下げ効果を見極めるために、政策金利を現行の7.25%に、2013年中は据え置く可能性が高いだろう。

ブラジル経済の低空飛行を踏まえれば、インフレ抑制のための利上げ転換も難しく、BCBは悪く言えば手詰まりの下で、よく言えば累積525Bpの利下げ効果を見極めるために、政策金利を現行の7.25%に、2013年中は据え置く可能性が高いだろう。

2013年のブラジル経済は上向くが...

中国経済が緩やかな回復へ転じ、米国経済も2013年後半には成長率が高まるため、ブラジル経済を取り巻く外部環境は好転へ向かう見込みである。また、2014年サッカーワールドカップや2016年の夏季五輪を控えてのインフラ整備事業が、低迷の続く固定資本形成にとって多少のカンフル剤となることも期待できる。

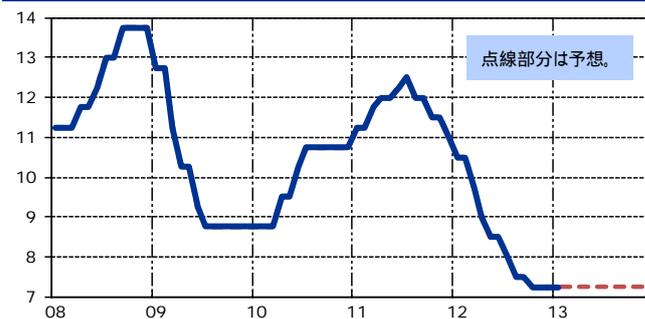
しかし、回復を阻害する要因も多い。既に述べたように、ルセフ大統領が掲げる構造改革は未だ内容が不十分であり、投資家は国家介入の拡大を投資リスクの高まりと認識している。また、利下げや制度変更を受けた10%Ptを超える金利低下は、経済活動にとって少なくともプラスに寄与するはずだが、そもそも

¹ 具体的には、2013年の最低賃金は、2011年GDP成長率2.7%と2012年インフレ率5.4%から算出される(厳密には本稿で用いたIPCAではなく、別統計であるINPCが用いられる)。2014年1月の最低賃金引き上げに際しては、極めて低い2012年のGDP成長率が用いられるため、引き上げ率が更に低下する可能性が高い。

² BCBは1月15~16日の委員会では、ガソリン価格の5%上昇と電気料金の11%下落を前提としていた。

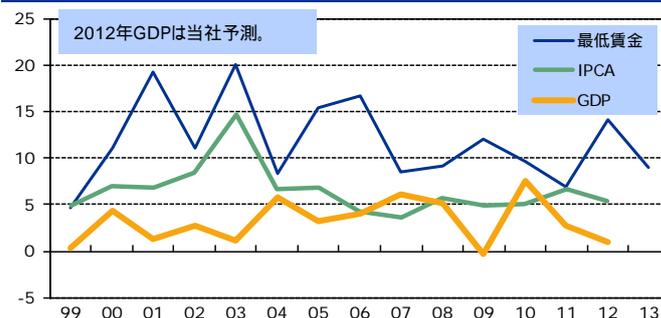
³ BCBによる英訳は以下の通り。“[T]he Committee understands that the stability of monetary conditions for a sufficiently long period of time is the most adequate strategy to guarantee the convergence of inflation to the target”

SELIC金利の推移と予想 (%)



(出所)CEIC

最低賃金の引き上げ率 (%)

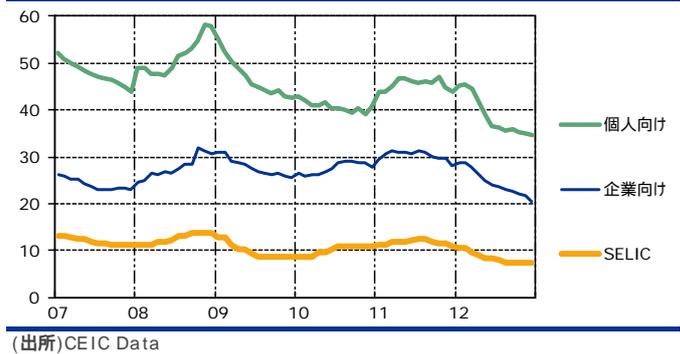


(出所)CEIC

の金利の絶対水準が極めて高いためもあってか⁴、未だ十分な金融緩和効果が現れていない。それにも関わらず、インフレリスクの高まりから、追加利下げのハードルは高い。加えて、2012年に個人消費の拡大をサポートした自動車や家電など工業製品税（IPI）の減税は、2013年前半も継続はするが、減税幅は段階的に縮小されてしまう。

以上を踏まえれば、2013年にブラジル経済は成長率が高まるものの、一般に考えられている潜在成長ペースには達しないと予想される。実質GDP成長率は2011年2.7%が2012年に0.9%へ低下した後、2013年に3.3%へ高まるものの潜在成長ペースとされる4%には届かない。4%成長を回復するのは2014年以降になると考えている。

貸出金利の推移 (%)



⁴ レアルの極めて高い金利水準を嫌気して、多くの優良企業はドル建てで資金調達を行っている模様である。