

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

インフレ懸念の強まるブラジル経済（ブラジル経済 UPDATE）

ブラジル経済は最悪期こそ脱したものの、低空飛行が継続。景気低迷にも関わらず、食料価格上昇などの特殊要因と通貨安、硬直的な賃金上昇によりインフレ加速。中央銀行は身動きがとれず。

ブラジル経済は低空飛行継続

ブラジル経済は、最悪期こそ脱したものの、低空飛行が続いている。月次 GDP に相当する中央銀行試算の経済活動指数は、2012 年 10 月前月比 0.2%、11 月 0.6%、12 月 0.3%と 3 ヶ月連続で上昇し、緩やかな持ち直し方向にはあるものの、10～12 月期では前期比年率 2.5%と 7～9 月期の 4.5%から減速した。経済活動指数と GDP の季節調整の相違などに留意しつつ、実質 GDP 成長率を予測すると 10～12 月期は前期比年率 3.0%と 7～9 月期 2.4%から幾分加速が見込まれる。2012 年の四半期では最も高い成長率となるが、IMF などが考える潜在成長率である 4%前後には遠く及ばず、また当社予想通りであれば 2012 年通年は 0.9%成長と、金融危機に伴い▲0.3%成長を余儀なくされた 2009 年以来の低成長である。

輸出反転の見極めにはなお時間

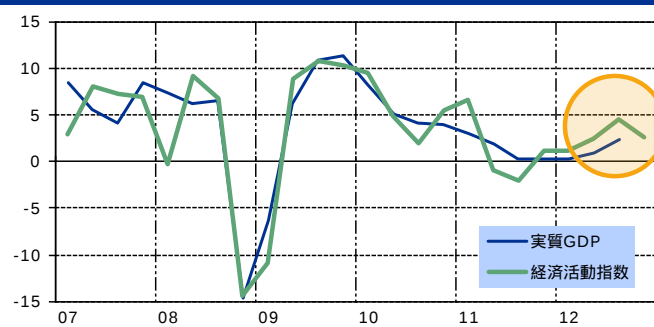
個別データを見ても、総じて不冴えな状況にある。ドル建て輸出額は 2012 年 7～9 月期前年比▲11.6%が 10～12 月期に▲6.1%とマイナス幅こそ縮小したものの、減少基調を脱していない。2011 年後半からのリアル安に伴う価格競争力回復を映じて工業品などの二次産品輸出は下げ止まりつつあるものの、一次産品が低調、仕向け地別には中国向けが復調していない。

なお、2013 年 1 月に輸出額は前年比▲1.1%とほぼ横ばいまで回復した。中国向けの持ち直しが寄与している。但し、例年 1～2 月は中国向け輸出が中国の旧正月要因によりボラタイルなほか、ブラジル側でもカーニバル要因があるため、反転を見極めるには今暫くの時間を要する。

個人消費は底堅いが

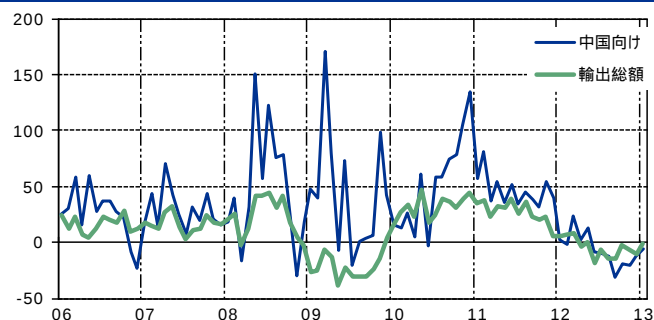
個人消費は底堅さを維持しているが、力強さにかける。カバレッジの広い消費関連指標である実質小売売上高は 10～12 月期に前年比 7.5%（7～9 月期 8.6%）と増加を続けた。季節調整値でも前期比年率 3.8%（7～9 月期 9.2%）と拡大している。但し、伸びは鈍化した。内訳では、衣料やコンピューターは振るわなかったが、家具や家電、書籍・文房具が伸びた。個人消

ブラジルの実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



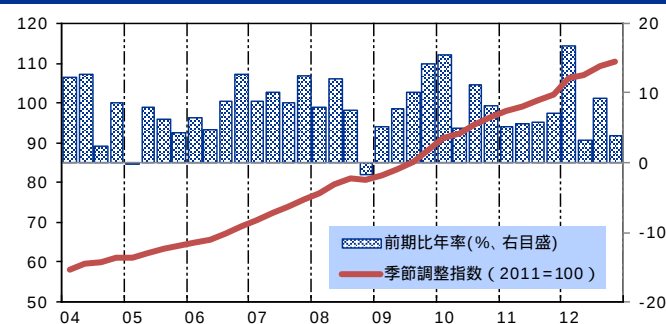
(出所)CEIC, Bloomberg

輸出額の推移（ドル、前年比、%）



(出所)CEIC Data

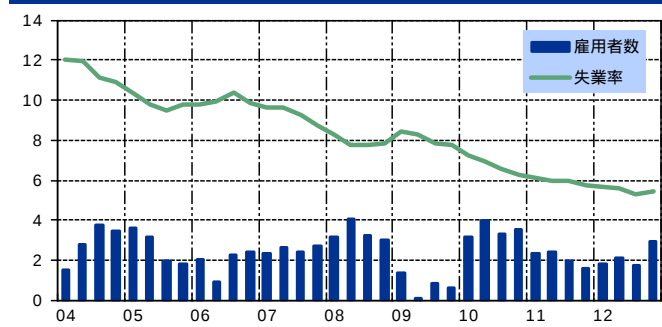
実質小売売上高（2011=100, 前期比年率、%）



(出所)CEIC Data

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。

雇用者数と失業率（前年比、％）

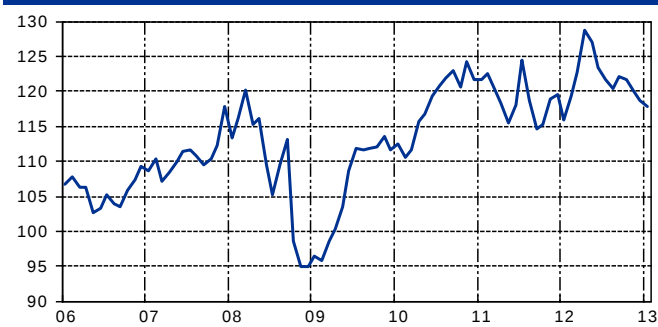


(出所)CEIC Data

費を取り巻く環境を見ると、失業率が低位推移を維持する一方、雇用者数の伸びは10～12月期に明確に高まっており、2011年後半からの減速基調を脱した模様である。こうした雇用情勢の改善は明るい兆しだが、消費者マインドは低下しており、家計の消費意欲は高まっていない。

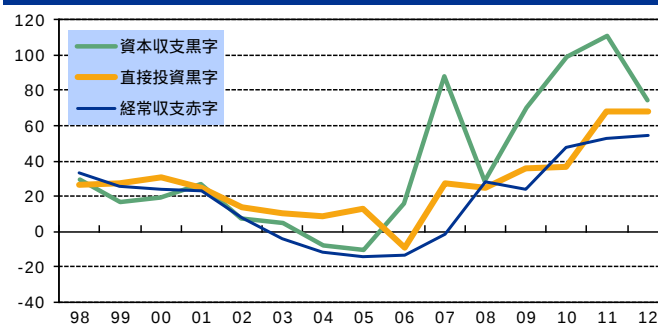
同じ内需でも、個人消費と異なり、設備投資は低迷状態にある。設備投資と連動する資本財生産は2012年を通じて底這いが続いた。経常収支の赤字を補うだけの直接投資による資金流入はあるものの、経済状態が芳しくない下で、企業の投資意欲は低調だった。

消費者信頼感指数（Sep2005=100）



(出所)CEIC Data

経常収支と直接投資（10億ドル）



(出所)CEIC Data

インフレ懸念の高まり

経済が低空飛行を余儀なくされているにも関わらず、ブラジルではインフレ懸念が高まっている。2013年1月の消費者物価指数（IPCA）は前月比0.86%と2012年12月0.79%から更に上昇ペースが加速、2005年以来の高い伸びを記録した。また、前年比も6.2%と1年ぶりの6%台に上昇している。

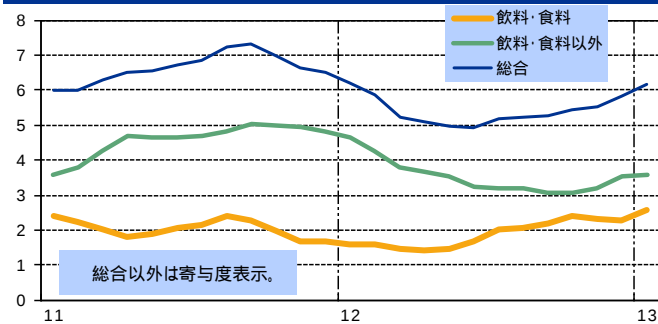
食料価格が大幅に上昇

1月のインフレ加速は、天候不順を受けて食料価格が前月比2.5%（12月1.2%）と急上昇したことが主因である。IPCA全体に対する食料の押し上げ寄与は12月の0.2%Pt強が1月に0.5%Pt程度へ大幅に高まっている。内訳を見ると、根菜等が前月比19.8%、野菜も10.1%と二桁の伸び、鶏肉及び鶏卵も4.2%の上昇を記録した。食料以外の分野でも、工業製品税（IPI）の減税幅縮小により家具・家電が1.2%（12月0.3%）上昇、たばこ価格も引き上げられており（1月10.1%、12月3.9%）、1月の大幅なインフレ率の上昇は、特殊要因が重なった影響が大きい。

電気料金引き下げとガソリン値上げ

ルセフ大統領の肝煎りにより、電気料金の価格が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%と大規模である。こうした引き下げが、1月のIPCAに一部反映されたことで、住宅向け電気料金（IPCAベース）は1月に前月比▲3.9%（12月1.2%）と低下、電気料

IPCAの推移（前年比、％、%Pt）



(出所)CEIC

金が含まれる住宅分野全体も▲0.2%（12月0.6%）と低下に転じた。但し、（ウェイトが15%弱にとどまるため）住宅分野のIPCA全体に対する寄与度は12月の0.1%Ptから1月は▲0.0%Ptと、小幅の縮小にとどまり、IPCA全体を押し下げるには力不足だった。

引き下げ繁栄により電気料金は2月に更なる下落が見込まれるが、1月30日から卸売価格ベースでガソリンが6.6%、ディーゼル燃料は5.4%引き上げられており、電気料金引き下げの影響は燃料価格の上昇により、一部減殺される見込みである。

リアル安と賃金上昇の影響

以上のように1月は特殊要因が目白押しだったが、そうした要因等を勘案しても、個人向けサービスなど幅広い分野でインフレ率は徐々に上昇しており、インフレ圧力が高まりつつあると考えられる。

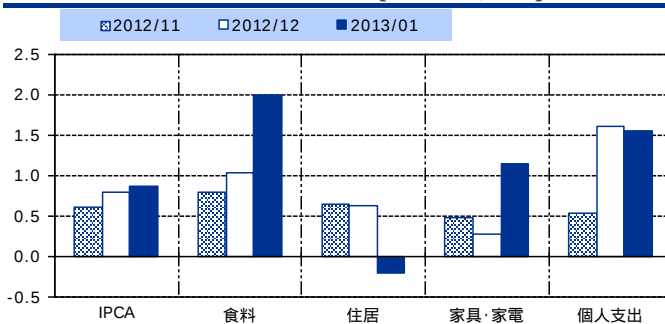
こうしたインフレ加速については、二つの要因が指摘できる。一つは、前述したリアル安である。リアルの名目実効レートは2011年半ばのピークから2割程度も減価、幅広い財の輸入価格を押し上げている。もう一つは、経済情勢と連動しない（極めてラグの大きい）賃金の上昇である。賃金交渉において参照される最低賃金の2013年引き上げ率は9%に決まった。2012年の14.1%からは低下したものの、引き続き高い伸びであり、サービス価格を中心にインフレ率を押し上げる見込みである。最低賃金の上昇率は前年（今回は2012年）のインフレ率と前々年（今回は2011年）の成長率を合算して算出されるため¹、経済動向による需給変化を反映しにくいという問題がある。なお、2014年の最低賃金上昇率は、2012年の極めて低いGDP上昇率（当社予想0.9%）が反映されるため、2013年対比で伸びが低下する可能性が高い。

2月は特殊要因が一部剥落し、また電気料金引き下げの影響もあるため、IPCA上昇率は1月から低下すると見込まれる。実際、2月15日時点のデータ²は前月比0.62%（1月15日時点0.88%）と伸びが鈍化した。しかし、前月比0.6%は年率換算すれば7.4%に相当し、インフレが鎮静化へ向かっている訳ではない。

中央銀行の苦悩

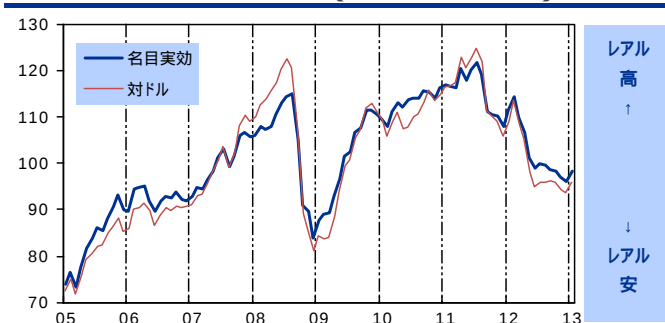
こうしたインフレ率の上昇と経済の低空飛行、通貨安リスクの板挟みとなり、中央銀行であるBCBは身動

IPCA上昇率の内訳（前月比、%）



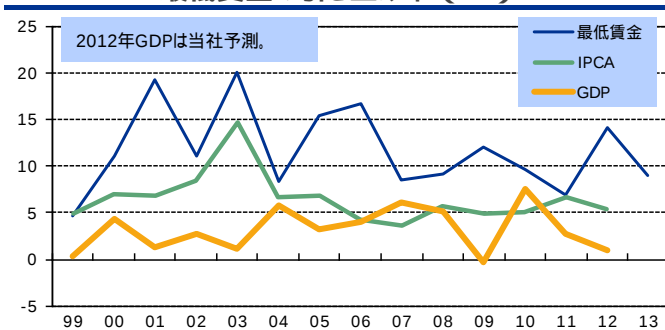
(出所)CEIC Data

リアル相場の推移（2007年=100）



(出所)CEIC Data

最低賃金の引き上げ率（%）



(出所)CEIC

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）。

² ブラジルでは月間データのほかに各月15日時点のインフレデータが速報値として公表されている。

きがとれない状態にある。BCBは昨年 10 月の金融政策委員会 (COPOM) で政策金利を 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。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ものの、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い。実際、BCB

のトンビニ総裁は現在のインフレ率がインフレ目標の $4.5\% \pm 2.0\%Pt$ の上限である 6.5%を下回った状態にあることを強調し、利上げ観測の火消しに回っている。次回 3 月 5～6 日の COPOM でも政策金利は据え置かれる可能性が高いだろう。

2013 年に成長ペースは高まるも、緩やか

ブラジル経済は、重要な貿易相手である中国と米国の景気持ち直しに沿うかたちで緩やかな回復傾向を辿る可能性が高い。中国経済は既に緩やかな回復へ転じており、米国経済も 2013 年前半は財政問題による下押しが避けられないものの、後半には成長加速が見込まれる。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幾ばくかのカンフル剤となることも期待できる。但し、金融政策が手詰まり状態にあることや、ルセフ大統領が狙う構造改革の進捗⁴が遅れ、ブラジルコストの解消が進んでいないことなどを踏まえれば、大幅な成長加速も見込めない。当社は、ブラジル経済の成長率を 2012 年 0.9%、2013 年 3.3%、2014 年 4.0%と予想している（従来から変更なし）。

SELIC金利の推移と予想 (%)



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”

⁴ ブラジル経済が必要とする構造改革については、2013 年 1 月及び 2012 年 12 月のレポートなどを参照。