

ブラジルが直面するインフレとの戦い

ブラジル経済は昨年10～12月期も低成長にとどまった。最終需要や輸出が持ち直しており、表面的な成長率よりも内実は好転しているが、未だ成長ペースは緩慢である。一方、インフレが加速しており、3月にもインフレ目標の上限を上回る可能性があるため、中央銀行は次回4月の金融政策委員会で利上げに踏み切ると考えられる。政策金利は、2013年内に8%程度へ引き上げられる見込みである。

ブラジル経済の成長ペースは未だ緩慢だが、政府や中央銀行は政策面の焦点をインフレへ移さざるを得ない状況にある。

最悪期を脱す

ブラジル経済に関する評価は前月時点と大きく変わらず、「最悪期こそ脱したものの未だ低空飛行」というものである。2012年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率2.2%となり、7～9月期1.5%から高まった。2012年の四半期では最も高い成長率だが、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、当社予想の3%も下回っている。2012年通年では0.9%成長と、金融危機に伴い0.3%のマイナス成長を余儀なくされた2009年以来の低い伸びにとどまる。

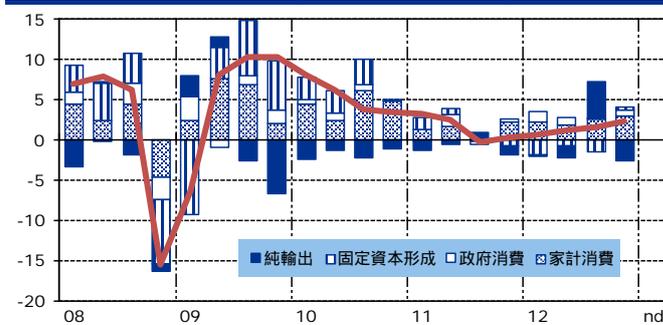
10～12月期の成長の中身は良好

10～12月期のGDP成長率は予想を下回ったが、需要項目別に見ると、成長の中身は大きく好転している。内需では、個人消費が前期比年率4.7%（7～9月期4.1%）と2年ぶりの高い伸びを示し、固定資本形成も1.9%（7～9月期7.3%）と5四半期ぶりの増加へ転じた。しかし、輸入が36.4%（7～9月期26.8%）と急増したため、純輸出（輸出 - 輸入）は成長に対し2.5Ptの押し下げ寄与となり（7～9月期は4.7Ptの押し上げ）GDP成長率が押し下げられている。

純輸出は、輸出に限れば前期比年率19.2%（7～9月期1.3%）と高い伸びを確保しており、レアル安の浸透もあって、貿易環境が好転しつつあると考えられる。輸入を除いた最終需要ベース（国内最終需要+輸出）で見ると、10～12月期に5.4%まで成長ペースは高まり（7～9月期1.2%）、2010年7～9月期以来の高い伸びを記録、経済環境の好転が確認できる。

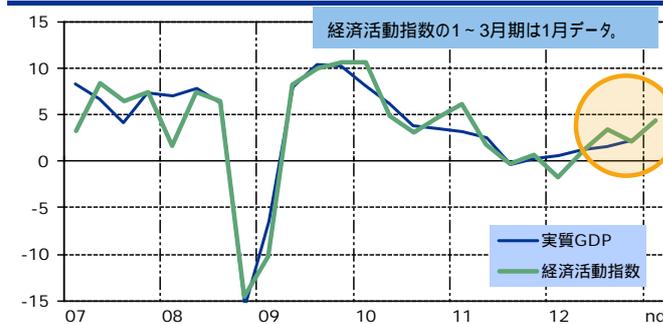
10～12月期の輸入急増については、7～9月期に輸入を抑制し在庫削減を行った反動と推測される。10～12月期に輸出と内需が共に回復したため、最終財と生産財の輸入がともに増えた模様である。なお、10～12月期にGDPベースで在庫の積み上がりは見られない。

実質GDP（前期比年率、%）



(出所)CEIC

ブラジルの実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



(出所)CEIC, Bloomberg

2013 年入り後も経済は拡大

2013 年に入っても、ブラジル経済の回復は続いている。月次 GDP に相当する中央銀行試算の経済活動指数は1月に前月比 1.3%(12月 0.5%)と大きく上昇、1月水準は10~12月期を 1.1%上回っており、2月以降が横ばいであれば、1~3月期は前期比年率 4.3%の高成長となる。1~3月期はカーニバルの時期に当たり、経済変動がボラタイルとなりやすく注意が必要だが、1月は鉱工業生産が前月比 2.5%(12月 0.2%)、実質小売売上高は 0.6%(12月 0.4%)となるなど、多くの経済指標が改善を示している。ブラジル経済が低空飛行を脱する兆しが漸く見えてきたと言える。

インフレ率は上昇が止まらず

ブラジル経済は上向きつつあるが、成長ペースは未だ十分とは言えず、景気動向に基づけば、金融政策には景気刺激的な金融緩和状態の継続が求められる。但し、インフレ懸念が急速に高まったため、中央銀行である BCB はインフレ警戒スタンスを明確にしている。

2月の消費者物価指数(IPCA)は前月比 0.60%となり、1月の 0.86%から伸びが幾分鈍化した。伸び鈍化に寄与したのは、ルセフ大統領の肝煎りで行われた電気料金の引き下げ(住宅向け 18%、工業や農業・商業向け 32%)であり、電気料金が含まれる住居は 2.4%(0.2%)と大幅に低下し、IPCA全体を 0.3%Pt 強押し下げた¹。しかし、年に一度の改訂を受けた教育料金の引き上げ(前月比 5.4%、寄与度 0.2%Pt)や、ガソリンなど自動車燃料の値上げ(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)による輸送コスト(0.8%、0.2%Pt)の上昇、そして食料価格の上昇継続(1.5%、0.4%Pt)により、インフレ率の高水準推移は変わらなかった。

BCB がインフレ警戒を顕わに

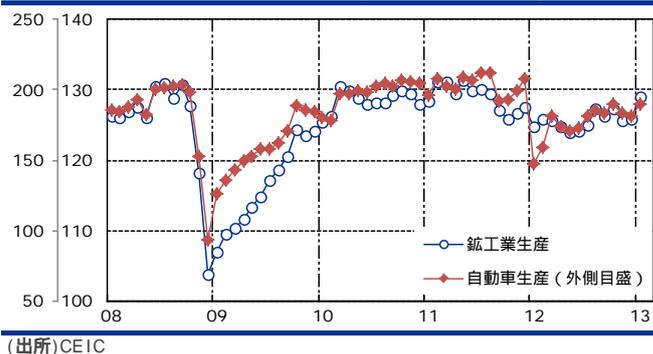
2月のインフレ率は前月比こそ鈍化したが、年率換算では引き続き 7%と、BCB が目標に掲げる 4.5% ± 2.0%Pt の上限である 6.5%を超えている。また前年比も1月 6.15%が2月は 6.31%へ高まった。

こうしたインフレ率の上昇に対し、BCBは、3月5~6日の金融政策委員会(COPOM)で政策金利を 7.25%に全会一致で据え置いたものの、ステートメントから「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²」

¹ 寄与度は当社概算。

² BCBによる英訳は以下の通り。削除文言"[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"、追加文言"The Committee will monitor the evolution of the macroeconomic scenario until its next meeting, in order to define the

鉱工業生産の推移 (2002=100)

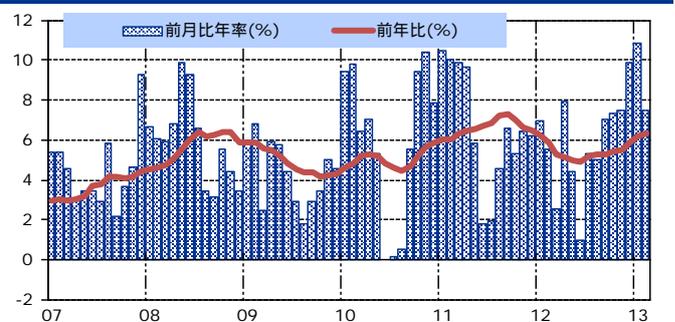


(出所)CEIC

多くの経済指標が改善を示している。ブラジル経済

が低空飛行を脱する兆しが漸く見えてきたと言える。

IPCAの推移 (%)



(出所)CEIC

IPCA上昇率の内訳 (前月比、%)



(出所)CEIC Data

との金融政策据え置きを示唆する文言を削除し、新たに「金融政策の次の戦略を決定するために、次回会合までマクロ経済シナリオの動向を注視する」との文言を加え、次回の金融政策変更の可能性を強く示唆した。また、14日に公表された議事要旨では、高インフレが実質購買力低下に繋がり、また経済主体の支出行動を阻害することに対する懸念を表明、インフレ警戒スタンスを顕わとしている。

4月利上げの可能性

2月同様の前月比が3月も続けば、3月のIPCA前年比は6.7%に達し、インフレ目標の上限である6.5%を超える。3月の議事要旨を踏まえれば、インフレ動向に大きな変化がない限り、BCBは4月17~18日のCOPOMで政策金利を0.25%Pt引き上げる可能性が高いと言える。

政府は生活必需品を減税

一方、政府も、最終的な効果は別として、表面的には、インフレ抑制に動いている。ルセフ大統領は2月IPCAの上昇を受けて、3月8日のテレビ演説において、インフレ抑制を目的に、主食の食料品や衛生用品（石鹸、トイレトーパー、練り歯磨き）などの生活必需品に対する連邦税を廃止すると表明した。当該措置によって、対象品目の価格は10%前後低下、足元のインフレ率を0.5%Pt弱押し下げの効果があると考えられる。ルセフ大統領やマンテガ大統領は、インフレ抑制に加えて、競争力強化を目指しての課税負担削減の観点からも、減税措置を更に拡充するスタンスを示した。

こうした減税措置は、いわゆる「ブラジルコスト」とされる税負担の軽減を通じて、将来的にブラジル経済の成長力強化や供給能力強化に貢献すると考えられる。しかし、短期的には需要刺激効果を有するため、食料価格の高騰に苦しむ国民生活への配慮にはなるが、（一時的な押し下げを除けば）インフレ抑制に繋がる訳ではない。

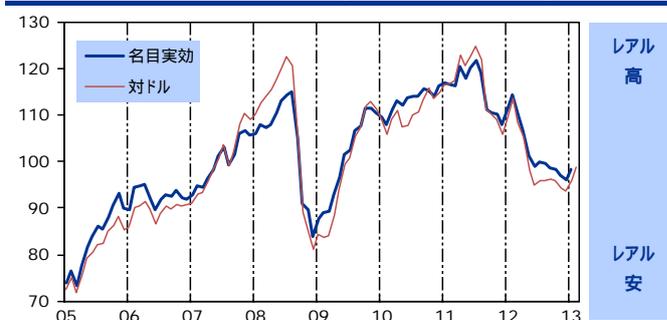
実際の効果は別として、政府がインフレ抑制を掲げた政策を打ち出していることを勘案すれば、BCBが矢継ぎ早の連続利上げに動くとは想定されない。一時的にとはいえ、インフレ率が低下する見込みであることも連続利上げを躊躇させる要因となるだろう。しかし、ブラジルのインフレは根が深く、25Bpの利上げのみでインフレが抑制できるとは、とても考えられない。いずれBCBが、4月のみならず追加利上げに追い込まれる可能性は高い。

SELIC金利の推移 (%)



(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

高インフレの原因

現在のブラジルの高インフレについては、主として二つの要因が指摘できる。

一つは、2011 年後半から 2012 年前半に進行したリアル安である。レ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。2012 年後半からは一進一退の推移に転じたが、前年同期対比で見れば引き続き大幅なリアル安である。

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、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。政府が行うべきインフレ抑制策として、景気と連動しないかたちでインフレの再生産に繋がっている賃金決定メカニズムの変革が考えられる。

リアル安の影響は今後和らぐと見込まれるが、賃金上昇の影響は継続する。そのためインフレ率は低下しにくい状況が、少なくとも 2013 年中は続く可能性が高い。

2013 年内に 8%まで政策金利を引き上げる可能性

以上を踏まえ、当社では、2013 年に BCB が政策金利を現在の 7.25%から 7.75%もしくは 8.00%まで引き上げると予想する。2014 年には更に 50Bp 程度の追加利上げを見込んでいる。また成長率予想については 2013 年 3.3%、2014 年 4.0%との従来予想を維持するが(2012 年は予想通り 0.9%だった)金融引締めペースによっては今後下方修正する可能性がある。