

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

低成長下でもブラジルにはインフレ抑制が必要

1～3 月期のブラジル経済は年率 2.2%成長。緩やかに回復しつつあるが、未だ低迷。一方、インフレ圧力が強く、中央銀行は 5 月に大幅利上げに踏み切ること、インフレ抑制に対し断固たる姿勢。金融引き締めはインフレ抑制のみならず、過剰消費の抑制やアンバランスな貿易状況の是正にも作用。但し、同時に政府がインフラ整備と民間投資拡大に向けた政策を講じる必要あり。

1～3 月期は年率 2.2%成長にとどまる

1～3 月期のブラジルの実質 GDP 成長率は前期比 0.6%、年率 2.2%にとどまった。月次 GDP に相当する経済活動指数が 1～3 月期に前期比 1.0%、年率 4.3%まで加速していたこともあり、実質 GDP 成長率も市場では前期比 0.9%への加速が期待されていたが、結果は市場予想には届かなかった。

回復は確かだが、勢いはない

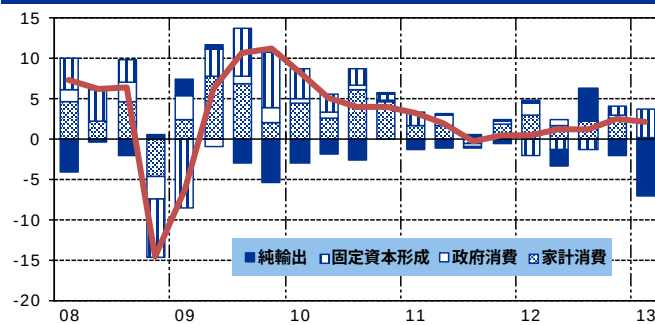
四半期ベースの推移を振り返ると、2011 年 7～9 月期に前期比年率▲0.3%とマイナス成長に陥った後、プラス成長へは転じたものの、2012 年 1～3 月期までは年率ゼロ%台の、2012 年 7～9 月期までは 1%台の低成長が続いた。2012 年 10～12 月期からは 2%台へ成長が回復しており、成長ペースが再び悪化へ向かっている訳ではなく、ブラジル経済は徐々に回復しつつあると判断できる。ただ、国際機関などが考える潜在成長率である 3%台後半から 4%を大きく下回っており、**低迷状態から完全には脱していない**。なお、2012 年 10～12 月期の成長率は、季節調整のかけ直しに伴い、前期比年率 2.2%から 2.6%へ上方改訂された。

内需のけん引役交替と輸出低迷

1～3 月期の成長の内訳を見ると、**インフラ投資などの拡大を受けて固定資産投資が伸びを高める一方で、輸出の減少と個人消費の鈍化が足を引っ張った**。

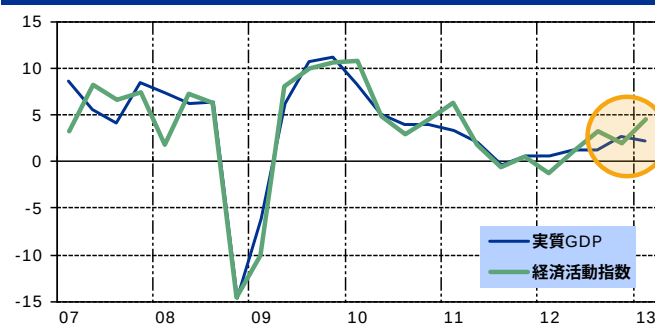
後述する不均衡やインフレ動向などを勘案すると、固定資産投資の活発化と過熱感のあった個人消費の鈍化による、内需のけん引役の交替は、長期的かつ持続的な成長を考える上では、好ましい動きとも言える。一方、1～3 月期の内訳で最も懸念されるのは 10～12 月期前期比年率 2.9%が 1～3 月期に▲3.1%へ、再び落ち込んだ輸出である。

実質GDP（前期比年率、%）



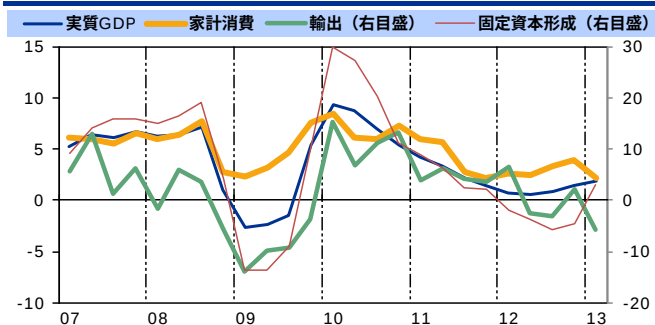
(出所)CEIC

ブラジルの実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



(出所)CEIC, Bloomberg

ブラジルの成長率推移（前年比、%）



(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。

一次産品輸出が低迷

ドル建ての貿易統計において、(名目)輸出は10～12月期に前期比年率12.4%と増加した後、1～3月期に▲34.9%と再び大きく落ち込んでいる。原系列前年比で内訳を見ると、資源関連や農産物を含む一次産品が4四半期連続の減少、工業製品を含む二次産品も再び減少に転じた。一次産品輸出において、重要な中国向けは下げ止まりにこそ向かいつつあるが、未だ減少が続いている。また、中国向け需要の低迷が、資源価格の下落に繋がっている点もブラジル経済にとって悪材料である。一方、二次産品輸出については、レアル高修正による価格競争力の回復が反映されてしかるべきだが、需要鈍化の影響が勝っている模様である。但し、最新4月の貿易統計において、単月ベースではあるが、中国向け輸出前年比18.1%と昨年5月以来の増加に転じるなど改善の動きが見られる。4～6月期には多少なりとも、底入れの動きが広がってくる可能性があるだろう。

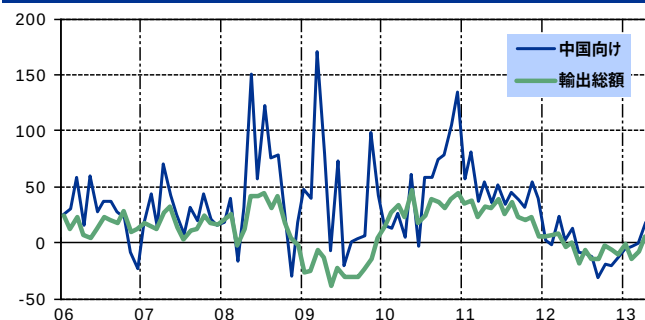
アンバランスな輸入拡大

一方、1～3月期の実質GDPベースの輸入は前期比年率27.8% (10～12月期37.9%)と2四半期連続で大幅に増加した。貿易統計の輸入数量指数により財別の内訳を見ると、固定資本形成の復調に伴い、資本財輸入が10～12月期から持ち直しているものの、1～3月期についてはそれほど強くない。寧ろ、1～3月期に拡大が顕著なのは非耐久財である。個人消費減速の下での、こうした非耐久財の輸入増加は原油などの国内生産縮小を受けた燃料輸入拡大を受けた動きによるところが大きい。ただ、消費減速を踏まえると、在庫積み上がりにも繋がっている模様である¹。インフラ投資の拡大などにより、4～6月期以降も資本財輸入は拡大が続くと見込まれるが、在庫積み上がりの解消に向けて消費財輸入は鈍化へ向かい、輸出と輸入のアンバランスな状態は4～6月期に多少緩和される可能性が高い。なお、ブラジル政府の国産自動車に対する優遇策などにより、耐久財輸入は2012年以降に減少傾向を辿っている。

経常赤字が直接投資を上回る

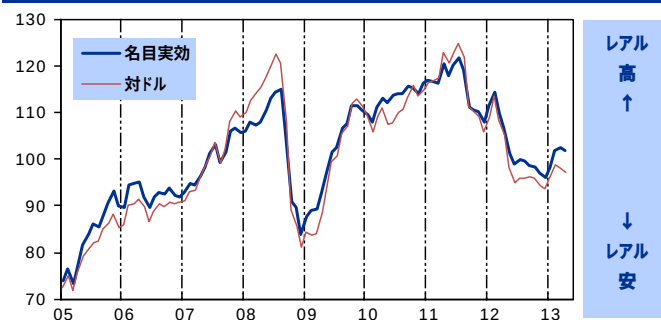
輸出低迷と輸入拡大により、ブラジルの貿易収支(原系列)は1～3月期に四半期ベースで2011年以降の赤字へ転落した(貿易統計ではなく経常収支統計)。

輸出額の推移 (ドル、前年比、%)



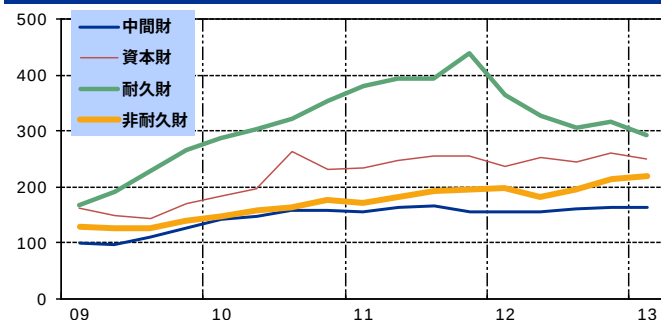
(出所)CEIC Data

レアル相場の推移 (2007年=100)



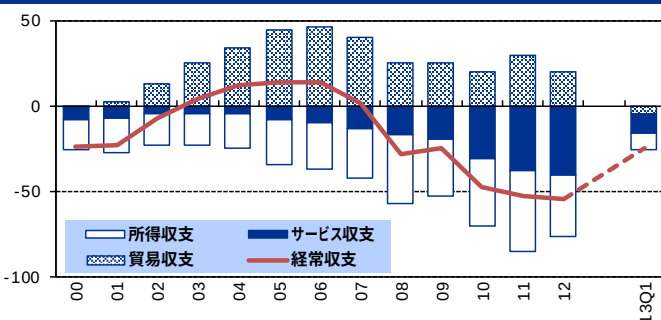
(出所)CEIC Data

財別輸入数量指数 (2006年=100、季節調整値)



(出所)CEIC Data

経常収支の推移 (原系列、10億ドル)



(出所)CEIC Data

¹ GDP 統計の残差を在庫とすると、1～3月期には顕著な積み上がりが見られる。

毎年 1～3 月期は貿易収支が赤字方向へ振れやすい季節性があるものの、それを勘案しても貿易収支の悪化は急である。ブラジルの経常赤字は 2010 年以降、拡大傾向にあるが、2012 年までは直接投資の黒字により、ファイナンスされてきた。しかし、2013 年 1～3 月期は経常赤字が直接投資の黒字を上回る規模に達しており、持続性に懸念が生じてしまう。

固定資本形成が大幅に拡大し、成長を押し上げ

固定資本形成は、1～3 月期に前期比年率 19.5%（10～12 月期 5.2%）と大幅に増加し、実質 GDP 成長率を 3.6%Pt も押し上げ、最大の寄与項目になった。固定資本形成の拡大を受けて、資本財輸入が伸びているほか、国内生産も増加している。

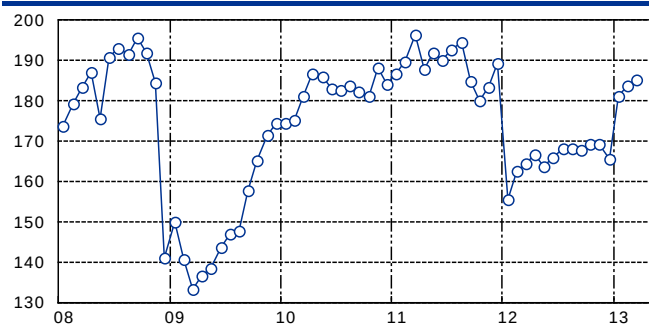
こうした固定資本形成の拡大については、政府による固定資本支出拡大策や 2014 年サッカーワールドカップや 2016 年の夏季五輪等を控えてのインフラ整備事業がカンフル剤となっていると考えられる。また、民間の設備投資も徐々に持ち直しつつある模様である。政府の政策に対する不透明感から先送りされていた自動車産業などの投資が再開されているほか、レアル高修正を受けた競争力回復を踏まえた設備投資意欲の動きもある。但し、輸出や鉱工業生産は未だ低調なため、民間側の設備投資が本格回復へ至るにはなお時間を要するだろう。

個人消費はインフレ懸念から大きく鈍化

個人消費は、1～3 月期に前期比年率 0.2%（10～12 月期 3.9%）とほぼ横ばいまで鈍化した。こうした個人消費の鈍化は、実質小売業販売や新車販売台数など他のデータからも確認されており、金融危機以降、ほぼ一貫して景気下支えの役割を果たしてきた個人消費に変調が見られる。

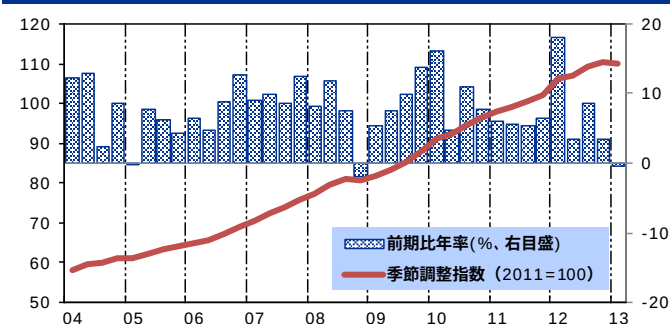
個人消費の背景にあるデータを見ると、まず雇用所得環境に大きな崩れは見られない。失業率は極めて低い水準を維持し、雇用者数の増勢も維持されている。その一方で、消費者信頼感指数は昨年前半以来の悪化が止まっていない。これは、後述するインフレ率の上昇とタイミングが一致する。政府の消費喚起策により、2012 年まで個人消費は拡大基調を維持してきた。しかし、喚起策の効果が薄れるに伴い、インフレ率の上昇に伴う可処分所得の目減りが、支出行動に反映され

資本財生産の推移（2002=100）



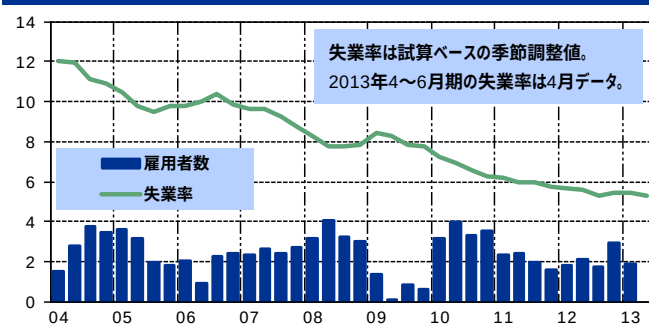
(出所)CEIC

実質小売売上高（2011=100, 前期比年率, %）



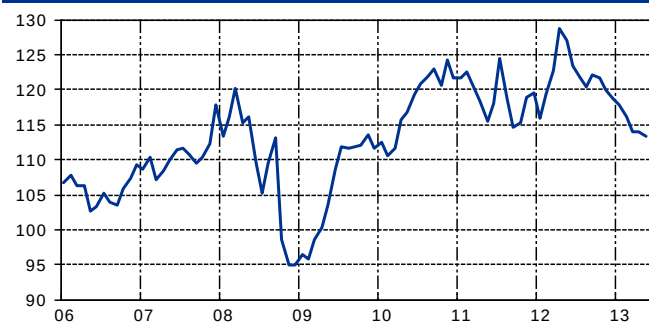
(出所)CEIC Data

雇用者数と失業率（前年比, %）



(出所)CEIC Data

消費者信頼感指数（Sep2005=100）



(出所)CEIC Data

つつあると推測できる。

インフレ高止まりが続く

そのインフレ率を見ると、消費者物価（IPCA）の前年比は3月6.59%が4月に6.49%へ低下、また5月中間データも6.46%と4月中間データの6.51%から若干だが低下した。5月の消費者物価上昇率は、僅かだが、2ヶ月連続で中央銀行がインフレ目標とする4.5%±2%Ptの上限である6.5%を下回る可能性が高い。しかし、瞬間風速を示す前月比年率で見ると、4月も6.8%（3月5.8%）と6.5%を上回る状況が変わっていない。つまり、足元の動向が続けば、再びIPCA前年比は6.5%の上限を上回る。インフレ鈍化と判断できる状況では、全くない。

インフレの主因は食料品だが…

IPCA前年比を要因分解すると、上昇の主因は、引き続き不作などが影響しての飲料・食料価格の上昇である。飲料・食料価格は4月に前年比14.0%（3月13.5%）へ伸びを高め、IPCA全体を3.2%Pt（3月3.1%Pt）も押し上げた。但し、他の品目もレアル高の修正を受けて輸入浸透率の高い家電や衣料品などを中心に上昇しており、飲料・食料を除いてもインフレ圧力は強まりつつある。

中央銀行は大幅利上げで断固たる姿勢を示す

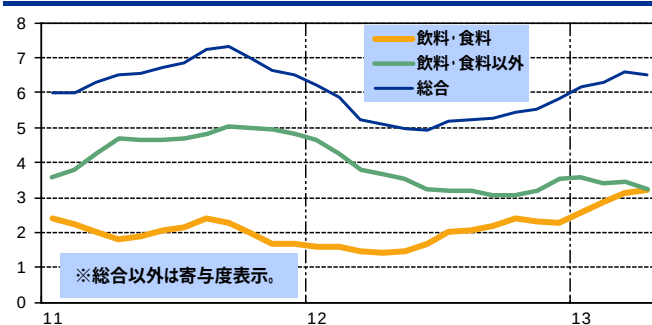
こうした、インフレ圧力の強さを踏まえ、中央銀行であるBCBは5月29日に政策金利を7.50%から8.00%へ引き上げた。4月の25Bp利上げに続き、利上げは二回連続、かつ利上げ幅を50Bpへ拡大している。

今回の利上げは、中央銀行によるインフレ抑制の強い決意を示したものである。利上げに際して、前回4月の公表文では国内経済や外部環境の不透明性への配慮が盛り込まれていたが、5月の公表文では、そうした言及はバツサリと削られた。また前回、利上げに対し2名の反対票が投じられたが、今回は全会一致の決定である。

成長率が未だ低迷する下での利上げではあるが、既に見たようにインフレ昂進が可処分所得の目減りを通じて個人消費を蝕んでいる状況では、インフレ抑制こそが長期的かつ持続的な成長へ寄与と考えられる。また、消費財輸入の拡大が貿易収支の赤字増加に繋がるなど、対外収支面での不均衡を拡大しており、1～3月期こそ鈍化したが、過熱感のあった個人消費を持続可能な伸びへ抑制する必要も認められる。

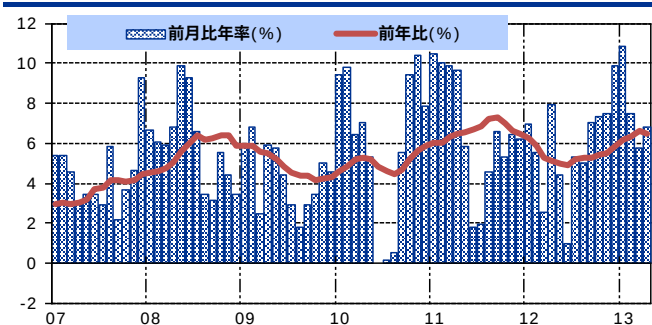
一方、利上げが再び通貨高を招く可能性を否定はできないが、ブラジル経済の弱さが強く意識される現状では、そのリスクは限定的であろう。

IPCAの推移（前年比、%、%Pt）



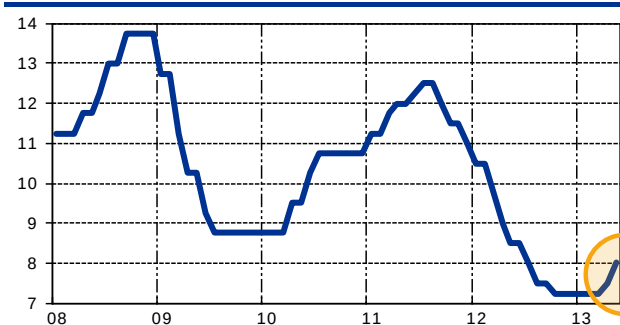
(出所)CEIC

IPCAの推移（%）



(出所)CEIC

SELIC金利の推移（%）



(出所)CEIC Data

必要となる投資拡大

但し、金融政策だけで全てが解決するわけではない。景気低迷の下でも、インフレが進みやすく、また輸入拡大が進んだ背景には、国内供給力の不足や競争力の低さがある。そのため、政府はインフラ整備を進めるとともに、規制緩和や複雑な税制の簡素化などにより、国内民間投資の活発化と競争力強化を進めていく必要がある。なお、インフラ整備に際しては、必要であれば、積極的なファイナンスによる投資を進めるべきであろう。これは、場合によっては、直接投資以外での外部ファイナンスによる資本財輸入に繋がるが、長期的な成長のためには必要である。また、長い目で見れば、国内供給力の拡大による消費財輸入の抑制に繋がる。幸いにも、ブラジルの信用力は投資適格水準²にあり、多少のファイナンスによって問題が生じるような状況ではない。確たる成長のビジョンを、政府が示せば問題はないだろう。

成長率予想は 2013 年 2.7%、2014 年 3.8%

当社は 8%へ向けて段階的な利上げを想定していたが、実際には中央銀行が 5 月段階で大幅利上げを行った。既に見たように、これは長期的には持続的な成長へ資するが、短期的には成長を抑制する。また、中国向け輸出には持ち直しの兆しが見られるが、在庫調整の遅れから中国経済は下振れ気味で推移しており、これは程度の差こそあるものの多くの新興国に共通した動きであり、外部環境は悪化傾向にあると言える。以上の金融政策の早期引き締めと外部環境の悪化を踏まえ、ブラジル経済の 2013 年成長率見通しを従来の 3.3%から 2.7%へ引き下げる。なお、2014 年は 3.8%成長を予想している。金融政策については 2013 年内に 8.5%への追加利上げが予想される。

² 主要な格付け機関はブラジルに BBB の格付けを付与している。