

## ブラジル経済ウォッチ ( 11-16 )

2011年12月7日

広告審査番号 MFB163-111207

MSRC 審査番号 06-B-111207-01

景気は一時的に失速、景気対策は小粒ながら迅速な対応続く  
 ~ ブラジル景気・金融政策、為替市場見通し

投資調査部 折原 豊水

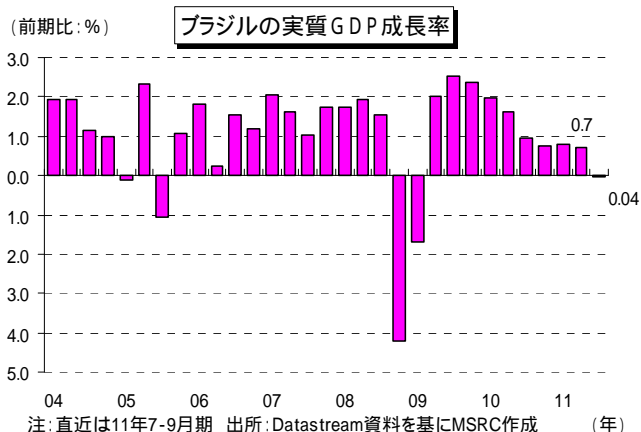
## &lt;ポイント&gt;

- ・ 7-9 月期実質 GDP は小幅マイナス成長、12 年前半にかけて緩慢な成長が続く見込み
- ・ 中銀は 11 月会合で追加利下げ実施、先行きも緩やかな追加利下げを示唆
- ・ 減税や株価対策など追加の景気刺激策を発表、規模は小さいながら迅速な対応が続く
- ・ レアルは利下げ観測、欧州債務問題などで下値不安が続く可能性が

## 7-9 月期実質 GDP は小幅マイナス成長、12 年前半にかけて緩慢な成長が続く見込み

ブラジル地理統計院 ( IBGE ) は 12 月 6 日に 7-9 月期実質 GDP 成長率を発表した。前期比では 0.04% と小幅ではあるが、09 年 1-3 月期以来のマイナス成長となった。ほぼ市場予想通りの結果となった。ただ、内訳をみると、個人消費が同 0.1%、政府消費が同 0.7%、総固定資本形成が同 0.2%、輸出が同 +1.8%、輸入が同 0.4% となった。夏場にかけての金融引き締めに加えて、欧州債務問題などによる世界景気の減速懸念がマインドの悪化に繋がり、消費や投資など内需が悪化している。政府消費については 11 年度予算における歳出抑制の影響が現れている。輸出も前期に比べてやや伸びが鈍化、輸入は内需の鈍化で 2 期ぶりのマイナスとなった。なお、例年 7-9 月期に過去 1 年分の見直しが行われるが、その結果 11 年 1-3 月期は前回の +1.2% +0.8% に、4-6 月期は +0.8% +0.7% に下方修正されている。

10-12 月期については中銀の 8 月末以降の連続利下げやレアル高を受けた新産業政策「より大きなブラジル計画 ( PBM )」の発表などで 10 月、11 月の企業や家計のマインドが上昇しており、一旦持ち直すとみている。もっとも、12 年前半にかけては欧米や中国など世界経済の減速や鉄鉱石など商品市況の下落などで輸出の弱含みが続くこと、設備投資や雇用などに対する企業の慎重姿勢が短期的に続く可能性があること - などで、当面、緩慢な成長が続き、景気の持ち直しは海外経済の回復や財政・金融面からの下支えが期待される 12 年後半以降と予想している。11 年の実質 GDP 成長率については、過去分の修正なども考慮すると前年比 +3.0%、12 年は同 +3.8% 程度と予想している。



ブラジルの実質 GDP

(前期比：％)

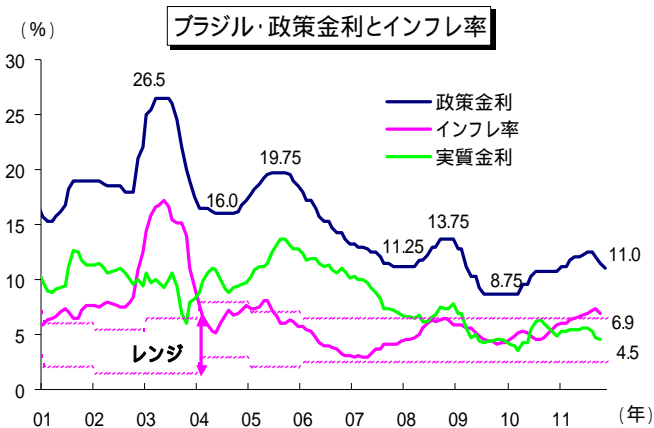
	GDP	個人消費	政府消費	総固定資本形成	輸出	輸入
10/1Q	2.0	1.7	1.0	3.3	5.1	9.5
2Q	1.6	0.9	1.2	3.7	0.1	4.4
3Q	1.0	2.4	0.9	3.6	3.9	7.8
4Q	0.8	2.0	0.1	0.0	3.0	2.1
11/1Q	0.8	0.5	0.3	1.3	2.8	1.1
2Q	0.7	0.5	1.9	1.3	2.3	5.3
3Q	0.04	0.1	0.7	0.2	1.8	0.4

注：11年7-9月期時点、実質の指数ベースで、在庫増減、純輸出の公表はない  
 出所：MSRC作成

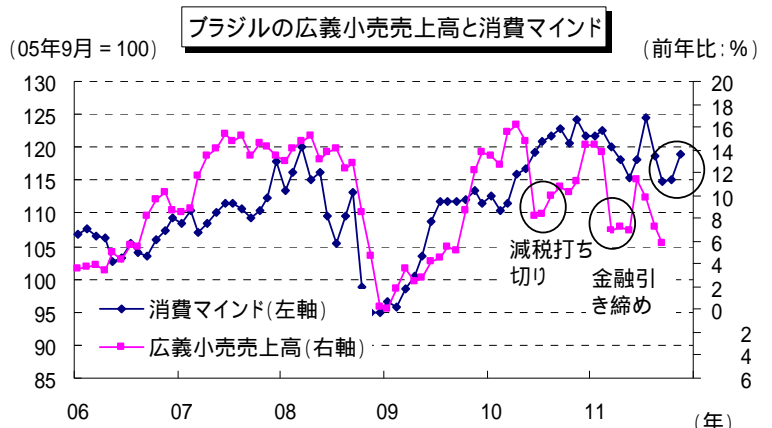
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

中銀は 11 月会合で追加利下げ実施、先行きも緩やかな追加利下げを示唆

ブラジル中銀は 11 月 30 日の金融政策会合 (COPOM) で政策金利を市場予想通り 50bp 引き下げ、11.0% とすることを決定した。3 会合連続の引き下げとなる。中銀は利下げの理由について、「海外経済の更なる減速がブラジル経済に与える影響を和らげるために、緩やかな金融緩和をタイムリーに行うことがインフレ安定のために適切である」という、前回会合の文言をほぼ踏襲した。詳細は 12 月 8 日の議事録を確認する必要があるが、先行きも追加利下げの可能性を示唆したとみられる。



注: レンジはインフレ・ターゲット(06年以降は2.5~6.5%)、実質金利 = 政策金利-インフレ率、直近は10月  
出所: ブラジル中銀、IBGE資料を基にMSRC作成



注: 小売売上高は3ヵ月移動平均の前年比、マインドは11月、小売は9月時点  
出所: CEICデータよりMSRC作成

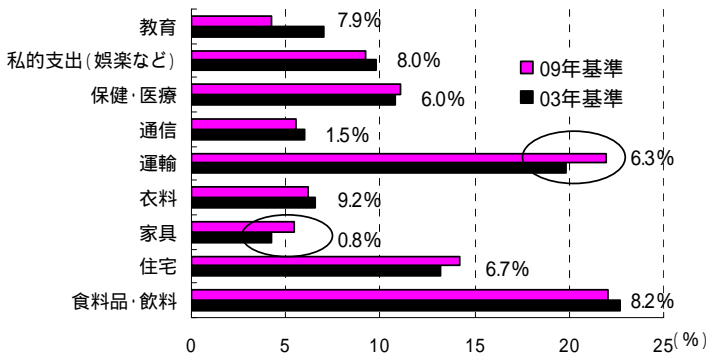
基準改定でインフレ率は 0.3% 程度低下する見込み。当局の金融緩和スタンスをサポート

10 月消費者物価指数 (IPCA) は前年比 +6.9% と前月の同 +7.3% から鈍化している。食料品・飲料が前年のベース効果などで同 +9.5% 同 +8.2% と鈍化したことが大きい。今後は、食料品が短期的に前年のベース効果で鈍化が期待できるほか、運輸価格も 12 年初め以降、徐々に鈍化に転じることから、インフレ圧力は和らぐ方向にあるとみている。

また、地理統計院 (IBGE) は 11 月 28 日に消費者物価指数 (IPCA) の基準改定の内容を発表した。直近の 08/09 年の家計調査 (対象は都市部のみ) をベースにして、品目のウェイトなどを見直すもので、前回 02/03 年の家計調査から 6 年ぶりの実施となる。12 年 2 月に発表される 12 年 1 月調査より反映される。品目別の内訳をみると、教育 (授業料) などのウェイトが低下し、家具 (TV など家電) や運輸 (自動車購入) のウェイトが上昇している。価格下落が続く家電などのシェアが上昇することで、従来のインフレ率は下方修正されるとみられる。ブラジル財務省は、過去 3 年分のみで最大 0.59%p 押し下げられる可能性がある」とコメントしている。また、当方では、今回の改定に伴い 12 年末時点のインフレ率を従来の前年比 +5.5% から +5.2% 程度に下方修正した。

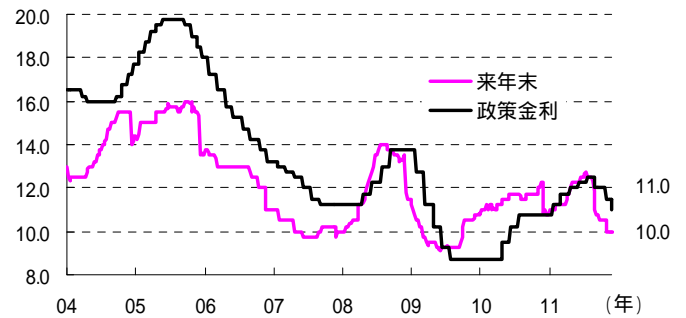
金融政策については、景気の減速が 12 年前半にかけて続くことや、インフレ率も景気減速や商品市況の下落、基準改定などで今後ピークアウトしていくこと、利下げ以外の金融緩和措置も合わせて実施する可能性が高いこと - などを考慮すると、次回 12 年 1 月 18 日会合以降も緩やかな利下げが行われるとみられる。12 年前半にかけて政策金利は 9.75% ~ 10.0% 程度まで低下すると予想している。

ブラジルの消費者物価 (IPCA) の基準改定に伴う構成シェア



注: 数字は10月時点前年比、運輸は自動車購入、家具はTV、住宅は家賃、教育は学校教育などが影響 出所: IBGE資料よりMSRC作成

ブラジルの政策金利の市場予想



出所: CEICデータよりMSRC作成

財務省が追加の景気刺激策を発表、規模は小粒ながら迅速な対応が続く

ブラジル財務省は12月1日に金融面での支援策を発表した。株市場市場の低迷による企業のエクイティ・ファイナンス環境の悪化に対する支援策と、個人消費の下支えを狙った各種減税策の2種類に分けられる。前者は、海外投資家による株式投資や、ベンチャー・キャピタル投資に関する金融取引税 (IOF) を2%から0%に引き下げるほか、非居住者による社債投資について期間4年以上のものについて6%から0%に引き下げる。後者については、個人向けローンに対するIOFを3%から2.5%に引き下げるほか、一部の白物家電に対する工業製品税 (IPI) 引き下げなどが発表された (詳細は別表)。IPIなどの減税については、自動車は除外されているほか、家電も一部の白物家電に限定されていることから、インパクトはあまり大きくないであろう。もっとも、11月に発表された個人向けローンに対する資本準備率の引き下げなど、利下げ以外の景気刺激策が続いていることは、当局の迅速な対応として評価されよう。一方で、12年の財政収支は、最低賃金の大幅引き上げやインフラ投資の先送り分のリバウンド、レアル高対策のため企業減税、今回の対応策などでプライマリー財政収支 GDP 比率が11年の+3%強から+2%台まで低下しよう。

ブラジル財務省の主な景気対策 (12月1日発表)

	現行税率	新規税率	財政負担額 (財務省試算)
(単位: %)			
金融取引税 (IOF) --- 期限定めなし			
海外投資家の株式投資	2	0	---
ベンチャーキャピタル投資	2	0	---
非居住者による社債投資 (期間4年以上)	6	0	---
個人向けローン	年率3	年率2.5	11年末で1.3億レアル
工業製品税 (IPI)・白物家電向け --- 12年3月まで			
ガスレンジ	4	0	12年3月までで1.64億レアル
冷蔵庫	15	5	
洗濯機 (自動・半自動)	20	10	
洗濯機 (簡易)	10	0	
工業製品税 (IPI) --- 期限定めなし			
鋼線	10	5	12年中に0.30億レアル
合成紙	15	0	12年中に0.84億レアル
社会統合基金 (Pis) / 社会保障融資負担金 (Cofins) 計 --- 小麦・食パンは1年延長			
パスタ	9.25	0	12年6月までに3.3億レアル
小麦粉・食パン	0	0	12年末までに4.8億レアル

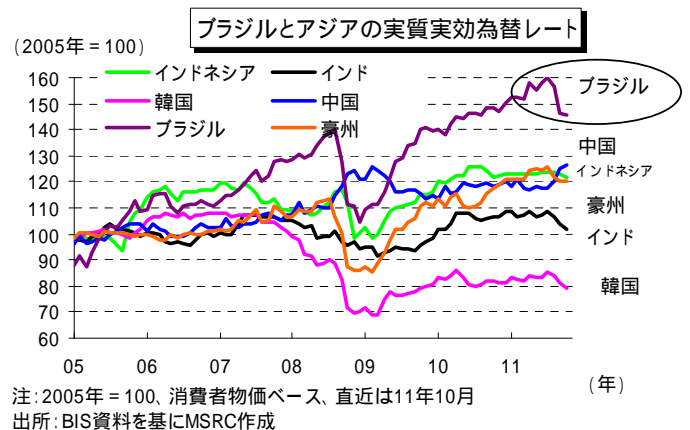
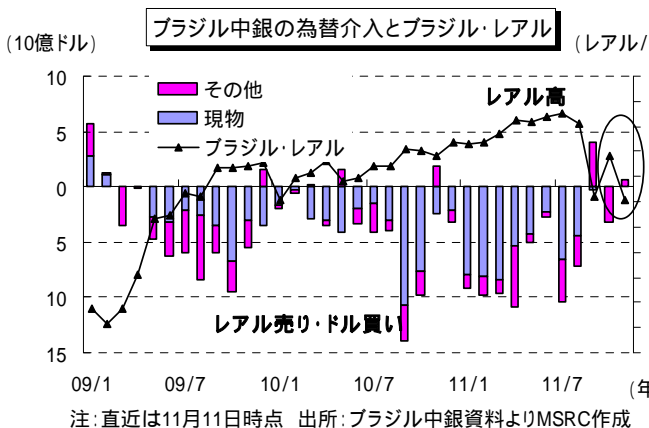
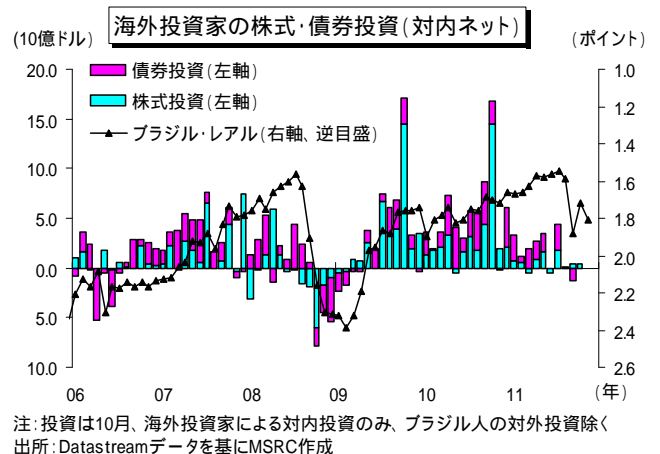
注: IPIは製品の出荷時に課される。Pis/Cofinsは企業の売上高に対して課される  
 財政負担額は財務省試算、1レアルは約43.5円 (12月1日時点)。  
 上記減税が12年末まで延長されたとしても、GDP比0.08%と小さい (MSRC試算)  
 出所: ブラジル財務省資料よりMSRC作成

レアルは景気減速や利下げ観測、欧州債務問題などで下値不安が続く可能性が

ブラジル・レアル相場は、11月以降、ギリシャやイタリアの政局の混迷など欧州債務問題に対する不透明感の高まりや、ブラジル景気の減速などで11月下旬にかけて、1.91レアル台まで下落、9月下旬の取引時間中の昨年来安値（1.95レアル）に接近したものの、11月末の日米欧当局による流動性強化策や米経済指標の改善などで12月初めには1.77台まで反発している。株式市場もボブスバ指数が10月初めの50,000ポイント割れから、12月初めには60,000ポイントを窺う水準まで上昇している。利下げや株式投資に対するIOFの引き下げなどが寄与したとみられる。

今後のレアル相場の見通しとしては、景気の減速や中銀の利下げに加えて、欧州債務問題を巡って投資家の慎重姿勢が続く可能性があること、また、ブラジルと関係の深いスペイン金融機関の資本不足懸念なども留意が必要である。ブラジル当局としては、9月は相場の急落を受けて為替介入を実施したものの、10月から11月前半にかけては静観しているようだ。海外投資家による株式投資のIOF引き下げについては、レアル安抑制というよりも、企業の資金調達支援が目的であるとみている。実際、実質実効為替レートなどからみれば、中期的に製造業の競争力や雇用に対する影響が懸念される状況であり、レアルの緩やかな下落は容認するスタンスではないか。以上から、レアルは当面、下値不安を抱えた展開が今しばらく続くとみている。

ブラジル・レアルの想定レンジは、12年6月末にかけて対ドルで1.62～1.97レアル、対円で36～50円程度を想定している。



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、  
社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。