



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

March 28, 2012

<FOCUS>

持ち直しの動きをみせるブラジル経済

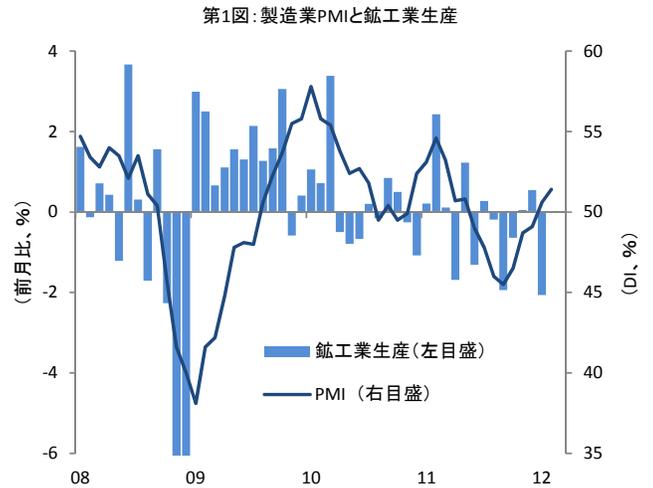
- 景気減速が続いてきたブラジル経済はここにきて持ち直しの動きを見せつつある。製造業の景況感を示すPMIは企業活動の拡大・縮小の分かれ目となる50を3ヶ月連続で上回り、これまで弱含みが続いてきた鉱工業生産についても今後持ち直しに転じてくる可能性を示している。
- 企業景況感が改善しつつある背景には、基本的には昨年夏場以降の利下げによって行き過ぎたレアル高が修正されてきたことや、金融緩和による景気刺激効果が浸透してきていることが大きい。レアルの減価に伴って純輸出のマイナス幅拡大には歯止めがかかりつつあるほか、金利感応度が高い自動車販売も持ち直す方向にある。昨年後半以降の景気減速に対し、ブラジル中銀による機動的な金融緩和が奏功しつつあると評価できよう。
- ただ、この先、ブラジル経済の持ち直しが続き、年後半から来年にかけて順調に回復力を高めていくかどうかについては不透明要因も残る。短期的には輸出環境、とりわけ欧州及び中国経済の行方を注視する必要があるとみられる。欧州向け輸出が失速気味となっているほか、中国のブラジルからの輸入は均してみると減速傾向にある。
- 一方、持続的な景気拡大実現という中長期的な観点からは、インフレ圧力をどう克服するかが課題となる。相対的に高いインフレ率は供給サイドと需要サイドの両面から生じるやや構造的な現象である。インフレ圧力が強ければ、コスト高から輸出競争力が削がれるほか、景気過熱を防ぐための高金利も通貨高を通じ国際競争力を低下させる。供給サイドでは投資促進により供給不安を緩和するとともに、需要面では財政規模の適正化等により投資の源泉となる国内貯蓄を高めることが必要であろう。
- 民間需要の点では個人消費の安定的増加も欠かせない。ブラジルの個人消費の堅調さは、中間所得層の拡大により牽引されているが、消費者向け貸出の増加も影響している。消費者向け貸出残高が個人消費に占める比率が近年米国並みに高まってきている点は、旺盛な消費意欲を示すとともに、今後はインフレ圧力が高まりにくい経済構造に転換することで家計の購買力を高め、内需の持続的拡大を図ることがより重要な局面に移りつつあることを示唆しているように思われる。

<FOCUS> 持ち直しの動きをみせるブラジル経済

緩やかな回復示す企業景況感

景気減速が続いてきたブラジル経済はここに来て持ち直しの動きを見せつつある。

製造業の景況感を示す PMI は、昨年9月の45.5を底に上昇に転じ、足元は企業活動の拡大・縮小の分かれ目となる50を3ヶ月連続で上回っている(第1図)。同指数の水準自体は依然低く、回復ペースは緩やかとみる必要があるが、足元の製造業景況感の改善は、これまで弱含みが続いていた鉱工業生産についても今後持ち直しに転じてくる可能性を示している(同図)。

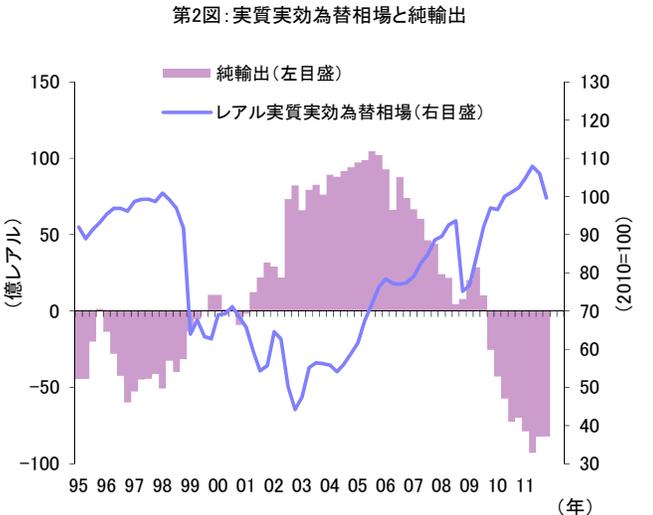


(資料) Bloomberg、IBGE 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

金融緩和・リアル高修正の好影響が徐々に顕現化

企業景況感が改善しつつある背景には、欧州債務問題への懸念が和らいできたこともあるが、基本的には昨年夏場以降の利下げによって行き過ぎたリアル高が修正されてきたことや、金融緩和による景気刺激効果が浸透してきていることが大きい。

実質実効ベースでみたリアル相場は、昨年後半以降、4%程度減価し、輸出競争力の回復に伴って純輸出のマイナス幅拡大には歯止めがかかりつつある(第2図)。



(注) 季節調整は当室による。
(資料) BIS、IBGE 統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、金利感応度が高い自動車販売も持ち直す方向にある(第3図)。ブラジルの乗用車登録台数は昨秋に21万台弱まで低下したが、ブラジル中銀による5回、計2.75%の利下げを受けて足元では23万台弱まで回復している。

第3図: 政策金利と乗用車販売

昨年後半以降の景気減速に対し、ブラジル中銀による機動的な金融緩和が奏功しつつあると評価できよう。



(注) 乗用車登録台数の季節調整は当室による。3ヶ月移動平均。
(資料) BCB、ANFAVEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

短期的には欧州・中国の動向を注視

一方、この先、ブラジル経済の持ち直しが続き、年後半から来年にかけて順調に回復力を高めていくかどうかについては不透明要因も残る。

まず、短期的には輸出環境の行方がポイントとなる。ブラジルの輸出を地域別にみると(次頁第4図)、米国向けは総じて堅調だが、欧州向け輸出が失速気

味となっている。欧州はギリシャ救済策により大きな峠を一つ越えたものの、財政緊縮の影響から景気停滞自体は続く見込みである。ブラジルの輸出はユーロ圏向けの割合が高いため、当面はその悪影響が残存する公算が大きい。また、足元における中国向け輸出の落ち込み（同図）は、春節の影響が大きく過度の懸念は不要だが、中国のブラジルからの輸入は均してみると減速傾向にある。近年、中国向けの輸出割合が鉄鉱石等の一次産品を中心に急速に高まってきていることを踏まえると、不動産市場を含め中国の投資動向がブラジル輸出へ及ぼす影響は大きくなっていると推察される。当面は、欧州及び中国経済の行方を注視する必要があるようだ。

持続的成長に向けた課題はインフレ抑制

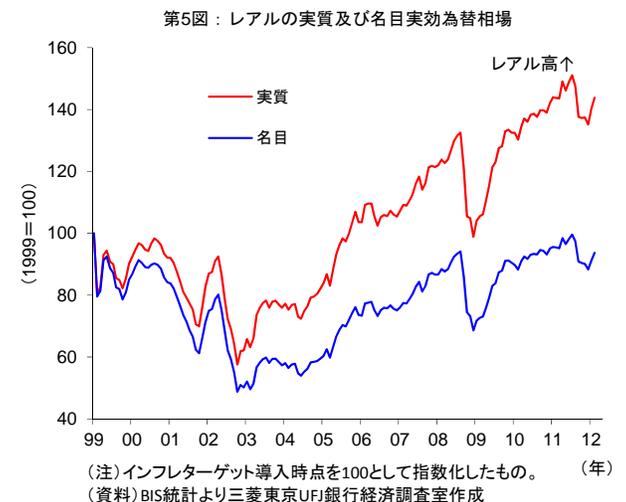
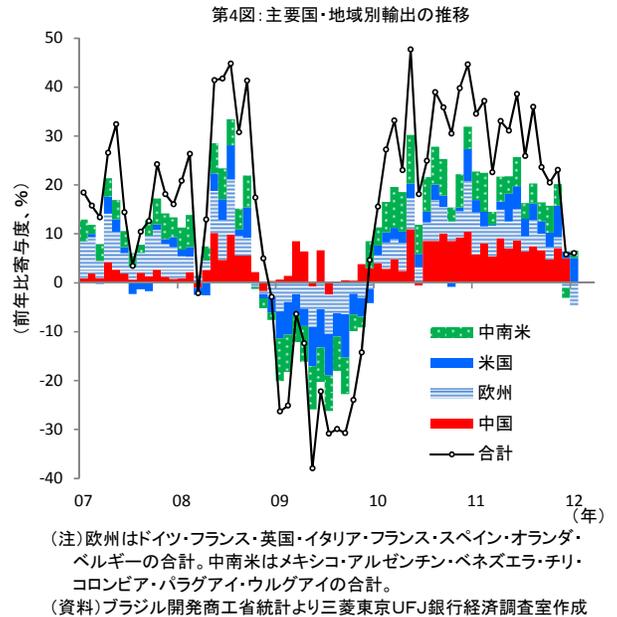
また、ブラジル経済の持続的な景気拡大実現という中長期的な観点からは、根強いインフレ圧力をどう克服するかが中心的な課題となるだろう。中南米諸国のなかでも相対的に高いブラジルのインフレ率は、インフラ不足等の供給サイドと、財政支出の大きさや過熱気味の個人消費という需要サイドの両面から生じる構造的な現象である。

インフレ圧力が強ければ、コスト高から輸出競争力が削られるほか、景気過熱を防ぐための高金利も通貨高を通じて国際競争力を低下させる。実質ベースのリアル相場が、ブラジルの高めのインフレ率を反映し、名目ベースのリアル相場以上に上昇していることは（第5図）、インフレ抑制がブラジル経済にとって重要な政策課題であることを端的に示している。

借入増に支えられる個人消費

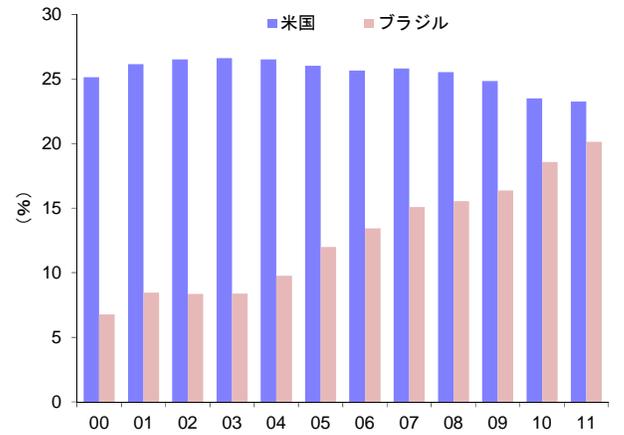
インフレ圧力をコントロールしていくためには、供給サイドではインフラ投資等の促進策を継続し供給力を高めるとともに、需要面では、財政規模の適正化や財政健全化により、投資の源泉となる国内貯蓄を高めることが中長期的課題であろう。政府は既に財政支出削減に向け動いているが、例えば今年後半にかけて市場における利上げ期待が高まり、リアル高が再び進行する場合等にそうした政策路線を継続できるのかは注目される。

一方、民間需要の点では個人消費の安定的増加も今一つのテーマであろう。ブラジルの個人消費の堅調さは、中間所得層の拡大により牽引されている面が大きい。所得水準の向上とともに消費者向け貸出が急ピッチで増加してきたことも影響している。消費者向け貸出残高が個人消費に占める比率を米国と単純比較すると（次頁第6図）、近年は米国並みに高まっていることが見てとれる。こうした動きは、ブラジル家計の旺盛な消費意欲を示すとともに、金融サービスの浸透が相当程度進展するなか、インフレ圧力が生じにくい経済構造に転換することで



家計の購買力を高め、内需の安定的拡大を図ることがより重要な局面に移りつつあることを示唆しているように思われる。

第6図：消費者信用残高・対個人消費比率



(注) 消費者信用残高を個人消費額で割ったもの。ブラジルの消費者信用残高は2011年は11月実績。

(資料) ブラジル中銀・IBGE、米国商務省・FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< FOCUS >

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.