



ブラジル経済事情：堅調な内需による好景気が継続

～10-12月期GDPは堅調さ維持、世界的金融不安にも同国資源・商品への投資流入は持続～

発表日：2008年3月24日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- ブラジルは、1990年代に金融危機に見舞われ、長年に亘るハイパーインフレーションに苦しんできたものの、政権による財政規律の強化に加えて、自立的な金融調整によるマクロ経済の安定化が奏功する形で、ここ数年は堅調な成長を達成する国に変貌するに至っている。
- 12日に公表された10-12月期実質GDPは、対前年同期比+6.2%と前期（同+5.7%）から伸びが加速し、堅調な成長の持続が確認された。2007年通期でも対前年比+5.4%と、前年（同+3.8%）から伸び率が拡大した。個人消費に加えて、企業部門の資本投資が経済を牽引したことが示された。
- 足元では、海外からの投資資金の流入に伴う通貨リアル高が進行しており、金融当局による為替介入の影響から国内の過剰流動性が内需を押し上げる状況が続いている。このことはディマンド・プル型インフレを招く懸念を高めており、金融緩和姿勢を強めていた金融当局は、昨年夏以降は再びインフレ警戒姿勢を強めるに至っている。
- 足元では、米国経済の減速による金融不安の影響が懸念される。証券投資については少なからず影響があるものと見込まれる一方、同国経済の対米国依存度が低下していることに加え、同国の金利高及び国際的な資源、商品市況の高止まり傾向が先行きも続くと見られる中、こうした財の主要輸出国である同国への投資資金の流入に大きな変化が生ずるとは考えにくい。
- ルラ政権は政治基盤の脆弱性に対する懸念を抱えるものの、2007年からの二期目では経済成長重視を掲げ、インフラ投資の拡大に取り組んでいる。しかし、経済に占める公的部門のプレゼンスのが依然高いことと公的債務規模の大きさを鑑みれば、外的環境による金融引き締め観測も強まる中での財政拡大には懸念が高まる。幸い現政権は財政規律を重んじる姿勢も堅持しており、先行きも国際的な信認が高い状態は継続していくものと思われる。
- ここ数年の経済成長により、堅調な内需が形成されている上、海外からの投資資金の流入の持続が見込まれる中、成長のモメンタムは力強く推移するものと思われる。

- ブラジルは、1990年代半ばまで長年に亘るインフレによる経済混乱による停滞を経験したが、1994年にインフレ対策を目的として打ち出された「リアル計画」により、ハイパーインフレは一旦収束に向かった。しかし、1998年に発生したアジア通貨危機を発端として新興国市場における信用収縮が広がる過程で、翌1999年にはブラジルでも通貨危機が発生、IMFや米国を中心とする支援を受けるに至った。その後のブラジル経済は、マクロ経済の安定化を中心に据える政権運営が奏功し、2003年にゴールドマン・サックス社が発表した所謂「BRICs レポート」においては、中長期的に潜在性の高い国のひとつに挙げられるに至っている。また、最近の国際的な資源及び商品市況の高騰が続く中、同国は鉱物資源埋蔵量や代替エネルギーの供給力の高さから注目を高めており、日本でも同国債券や株式を組み入れたファンドが数多く組成され、多くの投資資金が流入しているとされる。

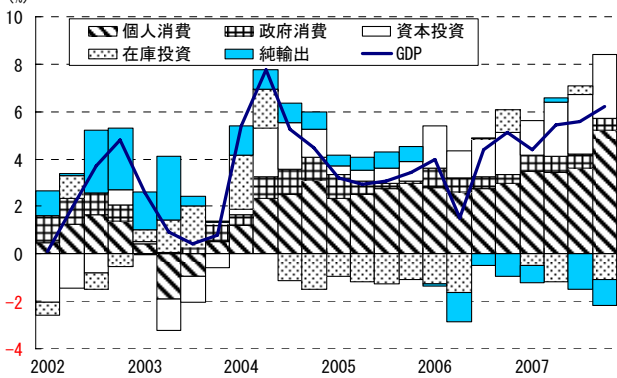
《足元におけるブラジル経済 ～堅調な内需に支えられ、高い成長モメンタムを持続～》

- 12日に公表された10-12月期実質GDPは、対前年同期比+6.2%と前期（同+5.7%）から伸びが加速し

た。その結果、2007年通期は、対前年比+5.4%と前年（同+3.8%）から大幅に伸びが増進、4年ぶりに5%超の高成長を達成した（図1）。寄与度別では、対前年同期比で個人消費（寄与度：同+5.2%）及び資本投資（寄与度：同+2.7%）を中心とした国内需要に牽引される形となった。さらに、ここ数年は内需の堅調さに支えられる形で輸入が大幅に伸び、純輸出がマイナスに転化する等、ブラジル経済は内需主導の傾向を強めている。

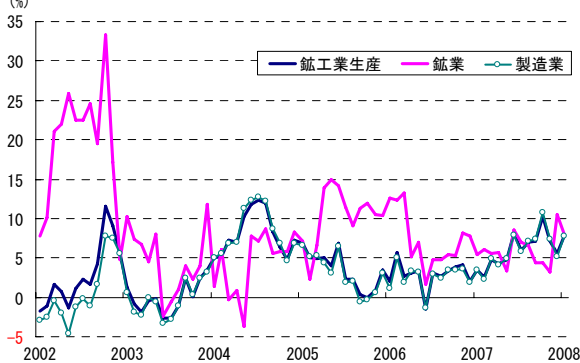
- 一方、供給面では、サービス業及び鉱工業を中心に堅調な伸びを維持しており（図2）、鉱工業生産は鉱業部門を中心に、一時のピークは過ぎたものの依然として高い伸びを示している（図3）。さらに、同国は原油のほか、鉄鉱石やニオブ、錫、ボーキサイト等の資源の世界有数の埋蔵量を誇り（図4）、ここ数年の国際的な資源価格の上昇は、採算ラインを大幅に上回ったことから、同国向けの投資資金の流入を急激に高める契機となった。製造業では、国内経済の好調さを背景に資本財需要が生産全体を押し上げる状況が続いている。また、輸出については、以前は米国への集中度が高かったものの、ここ数年はEUやメルコスール諸国の好景気の影響から輸出先についても多様化が進んでおり、米国経済に対する依存度は低下している（図5）。

図1 実質 GDP 成長率の推移(需要・前年比)



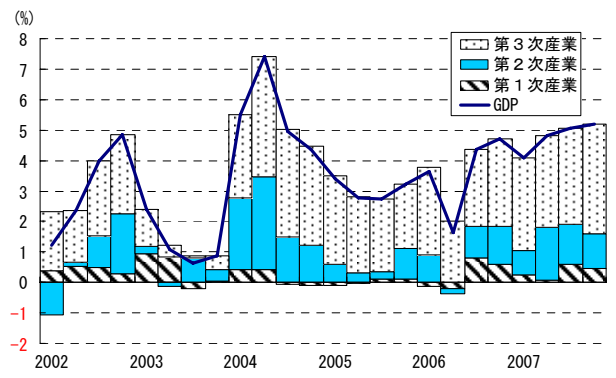
(出所) ブラジル国家地理統計院

図3 鉱工業生産の推移(前年比)



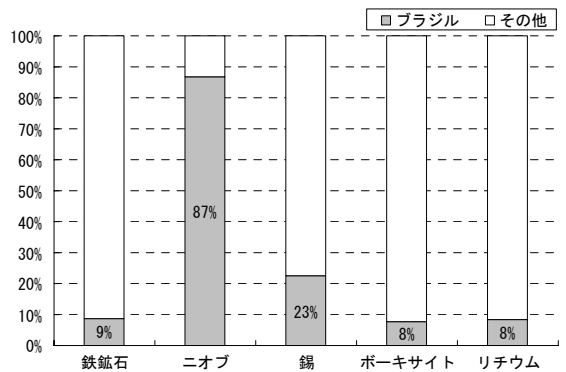
(出所) CEIC

図2 実質 GDP 成長率の推移(供給・前年比)



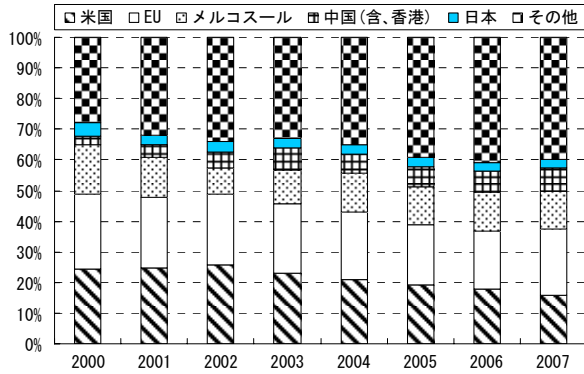
(出所) ブラジル国家地理統計院

図4 主要鉱物資源の埋蔵量の割合



(出所) 米内務省「Mineral Commodities Summaries 2008」

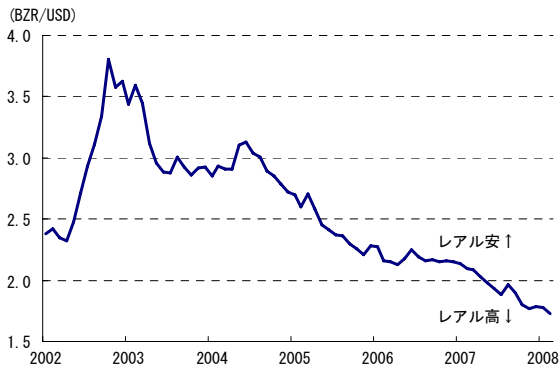
図5 主要国別輸出割合の推移



(出所) CEIC

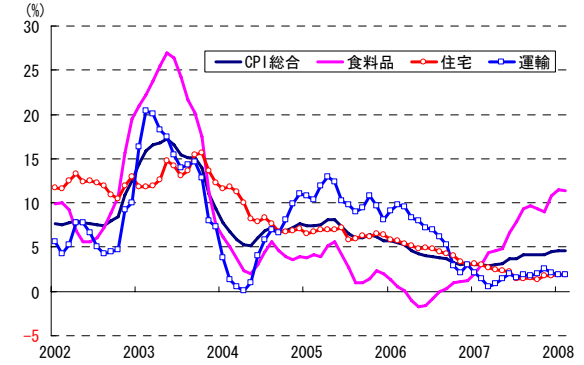
- ブラジルは、1990年代初頭に発生したハイパーインフレーションを教訓とし、1999年以降はインフレターゲットを導入している。ただし、2001年から2003年にかけては、2002年の大統領選挙で勝利することになる現ルラ大統領が左派政党の労働者党（PT）出身であることから、市場は同国の財政規律が緩むことを懸念し、通貨レアルの対米ドル為替相場が大幅に下落（図6）することとなった。その結果、消費者物価は大幅に上昇し、ターゲットを上回る水準で推移した（図7）。しかし、ルラ政権が誕生した後、同大統領は一転して中道路線の政権運営を志向するようになり、金融当局による政策金利の引き上げをはじめとする金融引き締め策や（図8）、緊縮的な財政政策によりプライマリー収支の改善が図られたことにより（図9）、同国は国際的信認を高めることとなった。その後の通貨レアルの対米ドル為替相場は急速に安定し、2004年以降のインフレ率はターゲット内に収まっている。
- 金融当局はインフレ率が1桁台に大きく収束していることを理由に、2005年9月以降は金融緩和政策を進めており、2007年9月まで18回連続で政策金利（Selic）の引き下げを行った。しかし、足元では海外からの投資資金の流入による資産インフレ懸念の高まりに加え、通貨レアル高による輸出への影響を鑑み、金融当局が為替介入したことで生じた過剰流動性による内需押し上げに伴う需要インフレ懸念も生じている。その上、国際的な資源及び食料品価格の上昇に伴うコストインフレの影響も懸念される中、2007年10月以降は、インフレ圧力への警戒とターゲット（4.5%）に抑えることを目的に、政策金利は11.25%に据え置かれている（図8）。
- なお、同国は国内で消費する軽質油の一部を輸入する一方、海底油田の開発により重質油を中心とした輸出を増大させており、全体では原油の純輸出国となっている。さらに、原油の代替エネルギーとして注目を集めるバイオエタノールの一大生産地である。こうしたことから、昨今の国際的な原油価格の上昇が国際的なインフレ要因となっている中で同国がインフレ抑制を実現させた要因と言える。

図6 通貨レアルの対米ドル為替相場推移



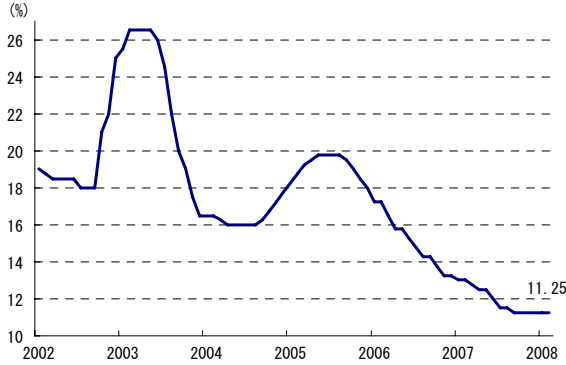
(出所) CEIC

図7 消費者物価指数（IPCA）の推移（前年比）



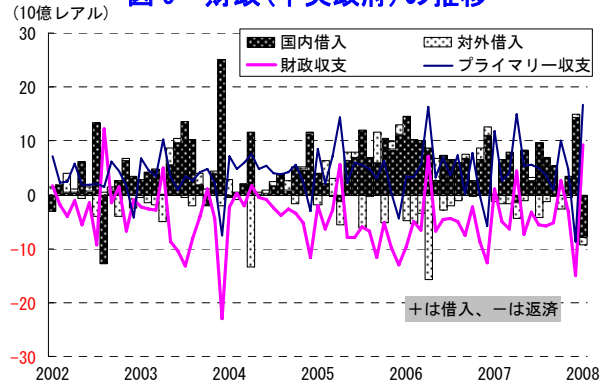
(出所) CEIC

図8 金融政策の推移



(出所) CEIC

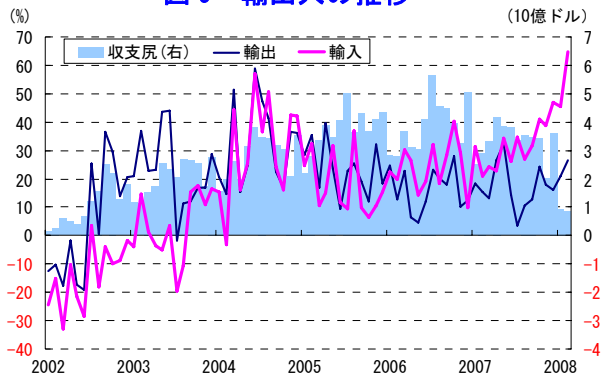
図9 財政(中央政府)の推移



(出所) CEIC

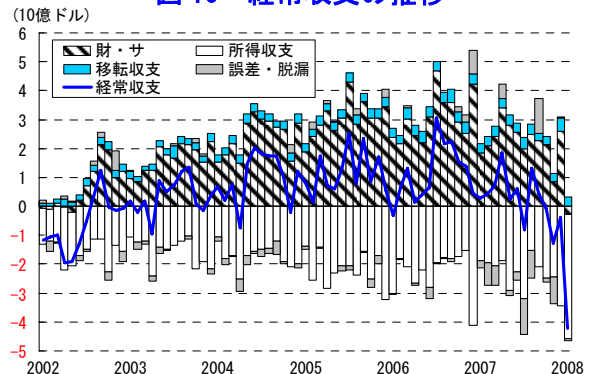
- 国際収支は、ここ数年は国内の好景気を背景に輸入が高い伸びで推移していることから、足元の貿易収支の黒字幅は縮小している（図9）。一方で、同国は資源や食料品をはじめとした市況品の大生産地であることから、長年に亘り海外直接投資が流入し、その利子・配当所得により所得収支は大幅な赤字を計上している。足元での貿易黒字の縮小により、経常収支は大幅な赤字に転化するに至っている（図10）。しかしながら、昨今の国際的な原油をはじめ、資源及び食料等の商品市況が上昇していることを背景に、それらの主要産出国である同国には海外からの投資資金の流入が続き、総合収支はプラスで推移しており（図11）、外貨準備高は2月末時点で1,929億ドルに積み上がっている（図12）。
- さらに、ルラ政権下では緊縮的な財政政策により公的対外債務の前倒し償還を実施する等、対外債務の選択的整理縮小が実施されている。旺盛な内需及びレアル高による投資需要が高まり、民間部門における対外債務は増加傾向にあるものの、双方を併せても、2007年末時点の総対外債務額は1,977億ドルに落ち着いている（図13）。公的部門での純債権国化に加えて、官民併せた総対外債務での純債権国化が間近であることから、同国の国際的な信任をさらに高める要因となっている。
- 海外からの投資資金流入に伴う外貨準備の積み上がりにより、同国通貨レアルの信認は高まり、足元では対米ドル相場は増価傾向を強めている。金融当局は、レアル高の輸出に対する影響から為替介入を実施したため、市中に生じた過剰流動性により内需が押し上げられたことで、需要インフレに対する懸念が生じている。こうしたことを背景に、同国内では資金需要が旺盛であり、国内信用の伸び率は足元では前年比20%超の高い水準で推移している（図14）。

図9 輸出入の推移



(出所) CEIC

図10 経常収支の推移



(出所) CEIC

図 11 国際収支の推移

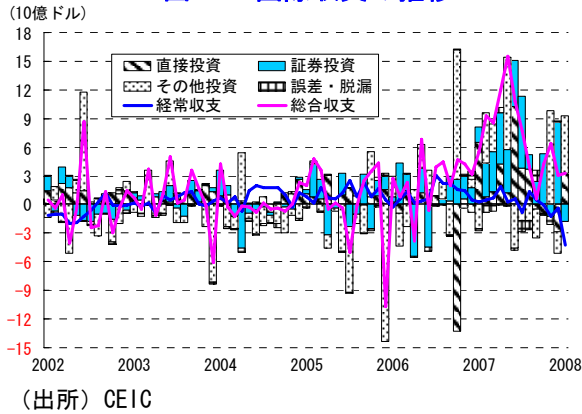


図 12 外貨準備の推移

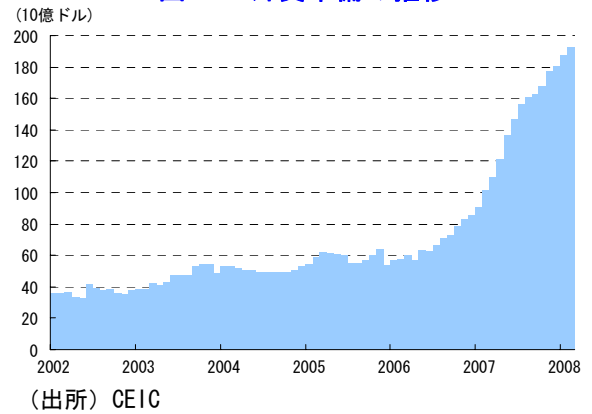


図 13 対外債務の推移

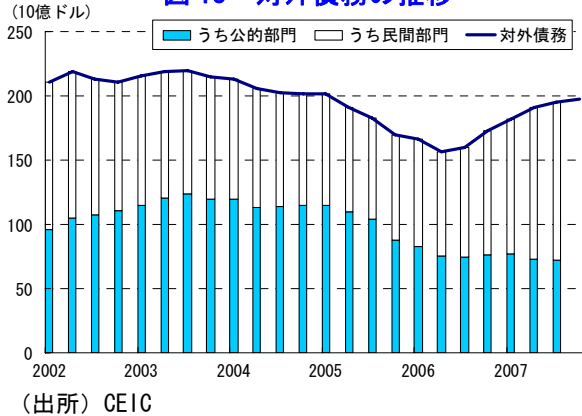
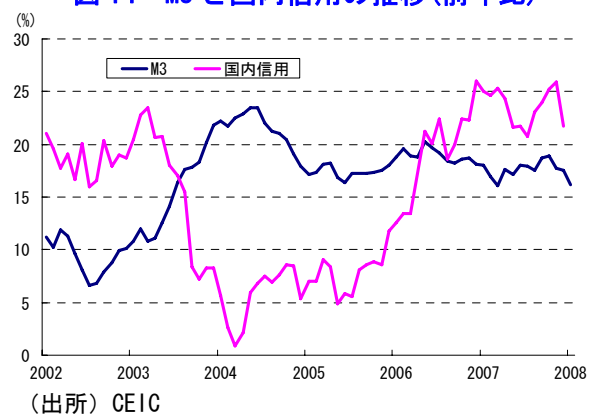


図 14 M3 と国内信用の推移(前年比)

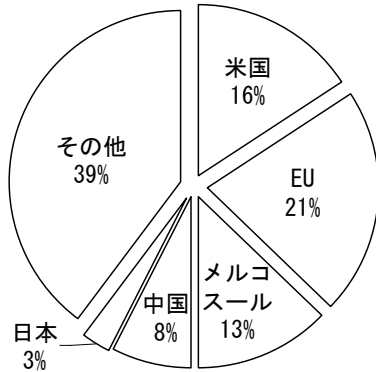


《米国経済の減速による影響 ～米国依存度の低下により、直接的な影響は限定的～》

- 足元で米国経済の減速が本格化しつつある中、歴史的関係の強い同国経済への影響の有無は、今後の同国経済を占うポイントであると考えられてきた。しかし、外需面で考えると、同国の輸出仕向先としての米国のプレゼンスは年々低下傾向にあり、2007年の総輸出額に占める米国向け割合は16%となっている(図15)。一方、米国に代わって割合が増大傾向にあるEUでも経済の減速懸念が生じ始めている。米国とEUを足すと、総輸出に占める割合は4割弱に上り、EU経済が減速した場合の影響は小さくない。ただし、2007年の実質GDPに占める輸出及び純輸出(輸出-輸入)の比率は、それぞれ13.3%、4.1%と決して高くない。したがって、輸出が落ち込むことによって、経済全体が大きく押し下げられる可能性は小さいものと考えられる。
- さらに、内需の下支え要因として海外労働者及び移民からの送金が考えられるが、IDBによると、2007年の米国からの送金額は約71億ドルに上る。これは名目GDPの0.5%といった程度である上、ここ数年は国内の好景気による国内の雇用環境の改善(図16)、そして、足元の通貨レアルの対米ドル増価の影響から、その低下傾向が続いている。よって、米国経済の減速による労働者送金の減少に伴う直接的な影響についても、極めて限定的であると言えることが出来よう。
- また、同国の資本投資を支える海外からの直接投資は、ここ数年堅調に伸びている上、米国からの投資額は一定規模で持続している一方、EU圏からの流入額の伸びは著しく(図17)、こうした中でも米国への依存度は大きく低下している。米国経済の減速がEU経済に伝播する場合、全体的には投資資金流入の先細りといった影響が現れる懸念がある。しかし、同国が資源保有国、かつ世界有数の市況品輸出国であることから、足元では第一・第二次産業向け直接投資が伸びていること(図18)、そして先行きの世界的な需要が大きく落ち込むとは考えにくいことから、同国への直接投資の流入は引き続

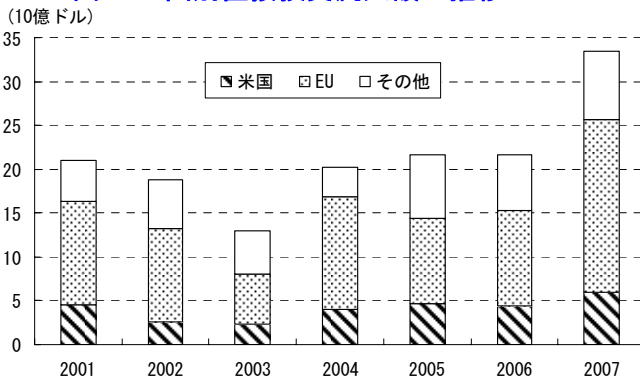
き期待される。したがって、同国経済の成長のモメンタムは総じて堅調に推移するものと考えられる。

図 15 輸出仕向け先別割合(2007年)



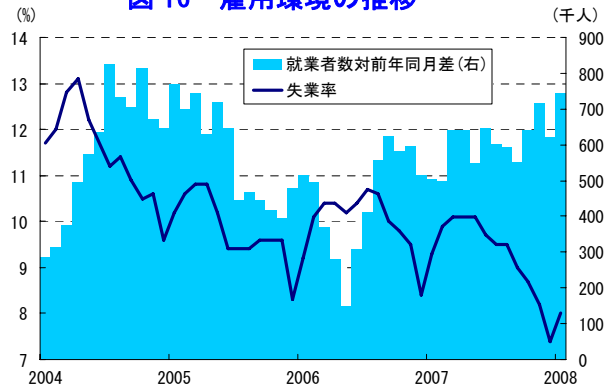
(出所) CEIC

図 17 国別直接投資流入額の推移



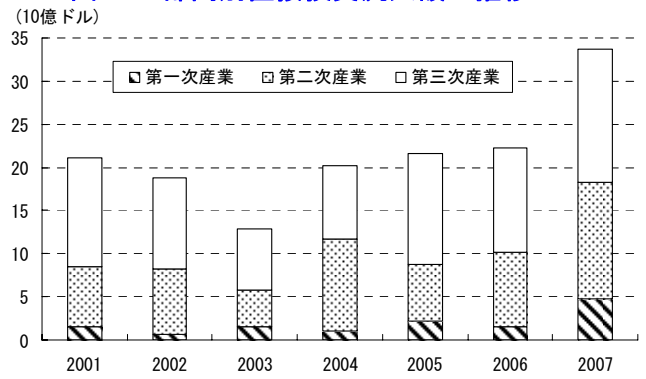
(出所) CEIC

図 16 雇用環境の推移



(出所) CEIC

図 18 部門別直接投資流入額の推移



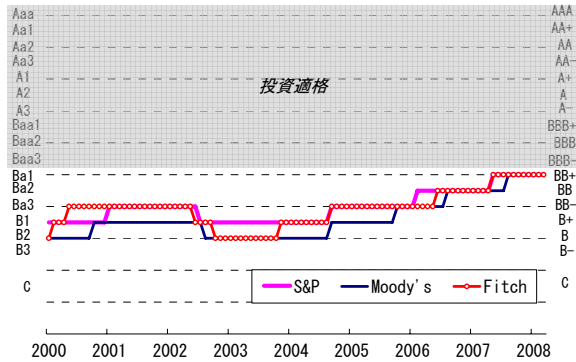
(出所) CEIC

《足元の世界的な金融不安の影響 ～証券投資流入に先細り懸念あるも、商品市況の高さが下支え～》

- ブラジルに対する証券投資は、ここ数年の好景気に伴うマクロ経済におけるファンダメンタルズの改善により、主な格付機関が同国に対する外貨建信用格付を格上げしたことも大きく影響している。現在、主要 3 格付機関による同国の外貨建長期債格付は投資適格の 1 ノッチ下まで上昇しており、海外の投資家は、同国のカントリーリスクの低下と、先進国との内外の金利差に着目した資金の流入が拡大していると見られる。特に、格付が現レベルに格上げされた昨年初頭以降は、外国人投資家による対内債権投資が大幅に伸びており、さらに、国際的な資源及び商品価格が上昇するにつれて、株式投資による資金流入が大幅に伸びることとなった (図 20)。
- 同国の主要株式指数であるボベスパ指数は、国際的な市況品価格の上昇に伴い、関連セクターを中心に株価の上昇傾向を強めている (図 21)。昨年夏以降、米国経済の減速懸念に端を発する新興国市場からの投資資金逃避の影響や、今年 1 月末に発生した世界同時株安の影響により、株式相場は一時的に値を下げたものの、市況品の値上がりに歩調を併せる形で価格が回復しており (図 22)、足元は高値圏を維持している。また、ブラジル証券取引所における投資家構成を見ると、国内の個人投資家や機関投資家が育っており、2007 年の総取引額に占める彼らの割合は 50%を超えており (図 23)、同市場の外国市況の変動に対する耐性は高まっていると考えられる。
- 先行きの同国の投資環境を鑑みると、依然として主要輸出品である原油や錫のほか、ボーキサイトから出来るアルミ合金等の国際市況は、新興国の所得向上による需要増大の影響から高止まりしている上 (図 24, 25)、足元の金融不安による投資資金の商品市場への「質への逃避」に向かう状況に大き

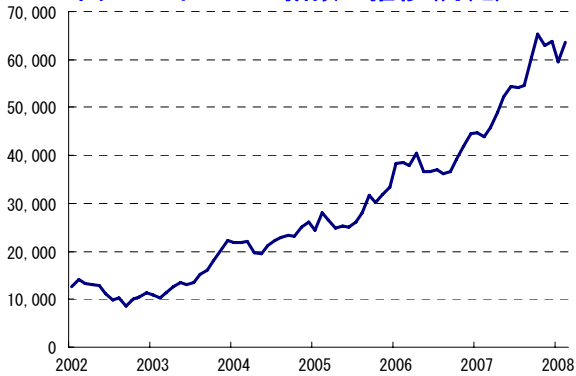
な変化はないものと考えられる。こうした状況を鑑みれば、同国主要産業である資源関連産業を中心とする投資資金の流入は、先行きを考えても大きく細る可能性は低いものと考えられる。

図 19 主要格付機関の外貨建長期価格付推移



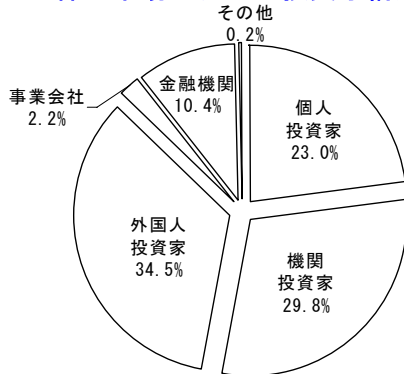
(出所) 各社ホームページ

図 21 ボベスパ指数の推移(月足)



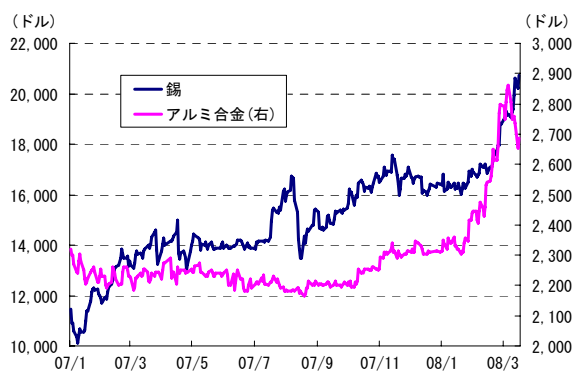
(出所) CEIC

図 23 株式市場における投資家構成比(2007年)



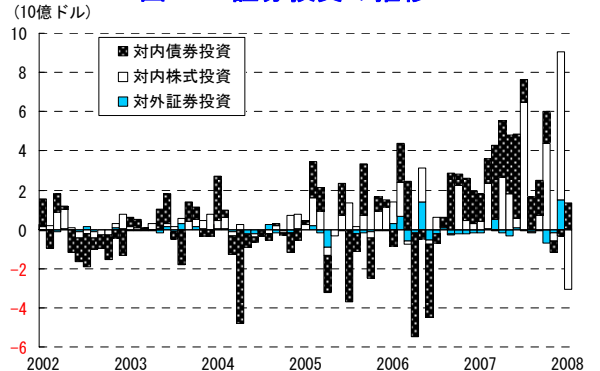
(出所) ブラジル証券取引所

図 25 錫及びアルミ合金市況の推移



(出所) Bloomberg

図 20 証券投資の推移



(出所) CEIC

図 22 ボベスパ指数の推移(日足)



(出所) CEIC

図 24 原油市況(WTI)の推移



(出所) Bloomberg

《先行きのブラジル経済のリスク要因 ～国内インフレの高まり、そして政治的意思決定に懸念あり～》

- 足元のブラジル経済は、同国の国際的な信任の高まりにより海外からの投資資金流入が増加している。しかし、こうした資金の流入は、通貨レアルの対米ドル相場の急激な増価を招き、同国の輸出競争力を削ぐ可能性が懸念されている。金融当局は大規模為替介入による急騰の緩和を目論んだものの、結果的には国内のマネー市場に過剰流動性が生まれたことで国内需要を底上げし、需要インフレへの懸念が高まっている。さらに、国際的な市況品価格の高騰が追い討ちを掛ける形で、コストインフレ圧力も強まる様相を呈している。その上、国内に発生した過剰流動性は、債券・株式市場や不動産市場等に投機資金として流入する可能性があり、資産インフレを引き起こす懸念も高まっている。
- 同国の主要株式指数であるボベスパ指数は、過去数年に亘り大幅な伸びを示しており、同国株式市場の時価総額は、2月末時点で1兆4,355億ドルと過去1年で94.4%も増大した（図26）。しかし、この株式時価総額の急激な上昇は、過去1年間に新規株式公開が活発に行われた上、その取引の太宗が外国人投資家を中心に行われたことが挙げられる。足元のボベスパ指数のPERは15倍弱で推移しており、他の新興国株式市場の代表格である中国の上海総合指数（PER：30倍強）や、インド SENSEX 指数（PER：20倍強）と比較すれば、同指数は依然割安な水準と言える。また、2008年の予想EPS伸び率を市場のコンセンサス予想通りと想定した場合、予想PERは13倍程度となることから見ても、割安な水準であると判断出来る。
- また、国内のマネー市場における過剰流動性の発生は、不動産市場への過剰投資に対する懸念を生じさせている。同国では、過去数年に亘る金融緩和による金利低下の影響から、ローンを通じた信用創造が急速に拡大しており、小売売上も自動車等の耐久消費財を中心に高い伸びが続いている（図27）。消費者物価指数の住宅関連指数の推移を見ると、2003～04年は通貨レアル安に伴う輸入資材価格の上昇のあおりを受ける形で建設コストが上昇した影響から（図28）大幅な上昇を見せたものの、ここ数年はレアル高に伴う資材価格の抑制の影響もあり、住宅コストの伸びは大幅に低下していることが分かる（図29）。ただし、足元では若干ながら上昇基調にあり、金融当局は今後も慎重な政策運営を進めていくことと思われる。

図26 株式時価総額の推移(月足)

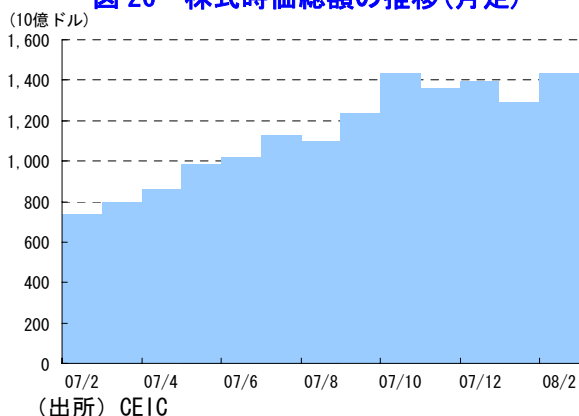


図27 小売売上指数の推移(前年比)

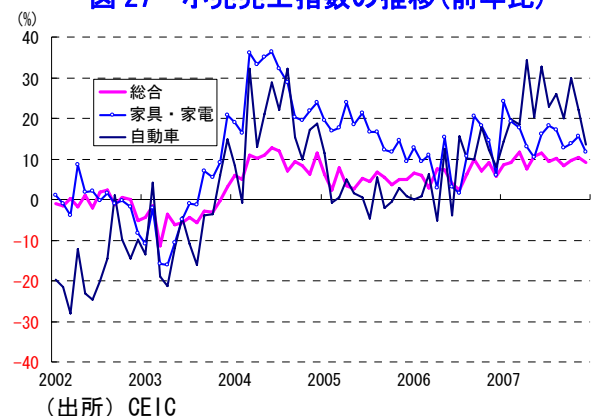


図 28 建設コストの推移(前年比)

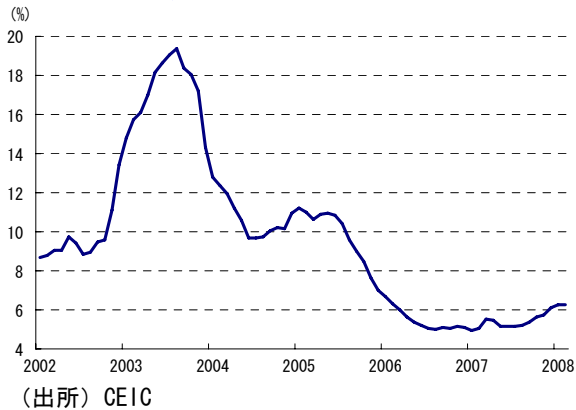
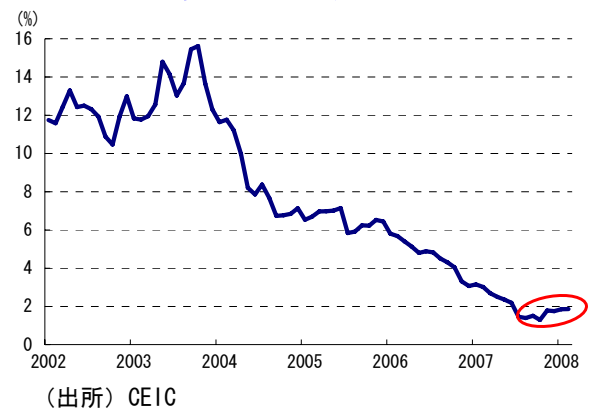


図 29 消費者物価指数(住宅)の推移



- 2003年に誕生したルラ政権は、左派政党である労働党（PT）政権であり、社会保障制度の充実を図るべく低所得者層向けの所得補助制度である「家族基金（ボルサ・ファミリア）」を実施、低所得者層を中心とする支持を集めた。その一方、財政政策面では緊縮政策を堅持する等、IMF借入を含む公的対外債務の縮小を図ってきたため、海外からの評価も高い。ただし、国民議会においてルラ大統領率いるPTはブラジル民主運動党（PMDB）等と連立を形成しているものの、上下院ともに議席の過半数を有する一方、法律改正（2/3）及び憲法改正（3/5）に必要な議席数を確保出来ず、構造改革に伴う制度改革に必要な憲法改正には野党との協調路線が不可欠となっている。
- 政権運営の困難さは、昨年末の上院における金融引取暫定負担金（CPMF）¹の期限再延長否決に現れ、ルラ政権の指導力の低さに加え、先行きの構造改革路線の進展への懸念が生ずることとなった。その一方、CPMFは使途の不明確さ等により連立与党内にも反対意見が多かったことから、行政府に対する健全なチェック機能を賞賛する向きもある。CPMF廃止の後、ルラ政権は税収確保のため、金融取引税（IOF）²の引き上げ及び全信用取引への付加価値税賦課、金融機関への社会分担金（CSLL）引き上げを決定した。IOF引き上げに際して財相は、「過熱気味の消費を抑制し、インフレ率を下げる狙いがある」と表明している。
- 同国はかつて膨大な公的債務を抱えたものの、ルラ政権誕生後は緊縮的な財政運営により公的債務の縮小に取り組んできた。一方で、インフラをはじめとする経済基盤整備が十分になされず、他の新興国に比べて成長率は見劣りする状況が続いてきた。そこで、ルラ大統領は2006年の大統領選挙で再任されると、2007年からの二期目の政権運営方針に経済成長の重視を掲げ、2007年1月に成長加速プログラム（PAC）を発表した。PACでは、大規模なインフラ投資による内需喚起により2008年以降の成長率を年5.0%以上に高めることを目標としている。その一方、財政面では公的債務を2010年までに対GDP比39.7%、財政赤字を同0.2%まで縮小することを目標としている。
- 12日に2008年度予算が当初より3ヶ月遅れで国会承認された。同国の公的債務残高は、2007年末時点で対GDP比54.9%と依然と高く、新年度予算では歳出規模1兆4,200億レアル（約8,400億ドル）のうち半分近くが債務関連支出となる。予算案では、政策金利の目標が当初の9.75%から10.75%に引き上げられており、今後は市場での利上げ観測に伴う利払い負担増大により、財政の悪化が懸念される。

¹ 銀行口座から引き出したすべての金融取引に際して取引額の0.38%を徴収する連邦税で、通称は銀行小切手税。その資金使途は社会政策に限定されており、元々は1993年に新設された暫定的措置で、1999年、2003年の2度の期限延長が実施されてきた。ルラ大統領は、CPMFを重要な政府財源と位置付けており、2011年末までの期限延長を目指したものの、昨年12月13日の上院委員会において否決が決定された。

² 為替取引や保険、貸付等の金融取引に対して課せられる連邦税。

ルラ政権は、財政拡大による経済成長と財政健全化の達成という相反する政策目標を掲げているが、経済全体に占める公的部門のプレゼンスが依然高い上に、構造改革の進捗に遅れが見られる中、カンフル剤的な公共支出拡大による成長維持からの転換を図っていく必要がある。

- 足元の投資資金流入の一部は、国際的な市況品高騰の影響によるものと考えられる。先行きの商品市況は、米国経済の減速による信用不安を発端とする金融不安と大きく関連するものと思われる。米国経済の減速が世界的な景気減速に波及する場合、世界的な市況品への需要減少による輸出減少、そして、投資流入の減少といった影響が考えられる。しかし、ここ数年の堅調な成長を通じて内需が底堅くなっていることに加え、GDP に占める外需依存度が低いことを鑑みれば、そうした影響は限定的であると考えられる。
- こうしたリスクを勘案しても、同国の内需は先行きも堅調と見られることから、依然として成長のモメンタムは力強く推移するものと考えられる。また、海外からの投資資金の流入についても、内外金利差に加えて、同国が世界有数の資源、商品産出国であることを鑑みれば、大きく減少するとは考えにくい。また、先行きの金融政策は緊縮政策にシフトする傾向が強まるものと見られ、通貨レアルの対米ドル増加基調は当面続いていくものと見込まれる。

以 上