



ブラジル経済事情：殿(しんがり)から世界の利下げレース参戦へ ～経済対策が出される見通しも動きの遅さがネック、当面は一段の景気減速が避けられない～

発表日：2009年1月23日（金）

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)

- BRICsの中でも輸出依存度が低くデカップリング論を体現するとみられたブラジルだが、資本のグローバル化により高成長を享受したのも事実であり、リーマンショック後の世界的な景気後退の波は同国にも影響を及ぼし始めている。高成長を牽引してきた個人消費を中心とする内需も足元では息切れ感が強まり、外需環境の悪化も後押しする形で生産調整圧力が押し寄せている。
- 金融当局は、過去のハイパーインフレの経験からインフレに極度の恐怖心を抱いてきたが、ここに来てインフレ圧力の後退が表面化したことに加えて景気の減速を示す指標が相次いだことで、21日の金融政策委員会では1年半ぶりに利下げを行う決定を行った。ただし、利下げ幅については景気の悪化速度の速さを勘案して市場予想を上回る100bpとするなど、景気への警戒感を強めたことを示している。
- 同国は鉄鉱石や石炭、原油の豊富な埋蔵量を誇るが、足元では資源価格の急速な調整に加え、世界的な需要減速がマイナスの影響を及ぼす。貿易黒字を抱える一方、多額の所得収支の赤字により経常収支は赤字基調にあるファンダメンタルズの脆弱さから世界的な信用収縮による資金流出を招いたが、足元では落ち着きを取り戻しつつもある。株式や通貨は下値を探る動きも出ているが、大幅な上昇を期待することも難しく、当面は現在のレベル近傍で推移するものと予想される。
- 先行きはインフレ圧力の後退と金融緩和が進むことが予想されるも、食料品価格の高止まりや雇用環境の悪化懸念から消費の勢いが戻るには時間を要するとみられる。金融当局は金融安定化に前向きに取り組んでおり、その面では下支えが期待されるが、財政政策の動きの遅さがネックになる懸念は残る。資源関連は当面弱さが目立つ展開になると予想されるが、農業やバイオエタノールなどの次世代産業もあり、こうした産業の多角化が景気の底割れを防ぐ大きな役割を担うことが期待される。

「BRICsの「最後の砦」であったブラジルも、金融危機の波に呑まれる形で堅調な内需の大幅減速が避けられず」

- BRICs 諸国の中でもとりわけ経済の輸出依存度が低いことから（図 1）、デカップリング論の「最後の砦」として高成長を享受してきたブラジルであるが、その雲行きにも足元では陰りが出始めている。リーマンショックが起こる直前の7-9月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+6.8%と前期（同+6.2%）から加速している（図 2）。インフレ懸念と金融当局による引き締め姿勢に伴う金利高という状況下にも拘らず、個人消費や資本投資の伸びが加速するなど内需の底堅さが続いていることが示されてきた。
- しかしながら、世界金融危機による信用不安は、同国金融市場でのプレゼンスの高い欧米金融機関の経営状態の悪化を通じて、それまで高成長を期待して流入した投資資金の逆流をもたらした（図 3）、国内金融機関の間でも信用収縮に向けた動きが加速した。その結果、昨年11月には国営ブラジル銀行がサンパウロ州立銀行を買収したほか、民間銀行2位のイタウ銀行が同3位のユニバンコを買収するなど金融再編が進んだが、これまでの業務拡大の一方で急速な景気後退懸念で金融機関の経営環境が急速に悪化したことが考えられる。
- こうしたことも背景となり昨年10月以降は急速に消費者マインドが悪化し、堅調さを保ってきた小売上も伸びが頭打ち感を強めているほか（図 4）、金融危機の影響からローンの組成が難しくなっていることが影響し、個人消費の力強さの象徴とされた自動車売上高も昨年10月以降は3ヶ月連続で前年比マイナスで推移している（図 5）。さらに、ローンの組成では住宅建設関連でも急速に信用収縮が進むなど、内需全般で急ブレーキが掛かっていることが示されている。内需が急速に冷え込んでいる上、世界経済の後退で底堅

かった資源などに対する需要も大きく落ち込んでおり、足元では生産への調整圧力が強まっている（図 6）。10-12 月期の実質 GDP 成長率は大幅な減速を想定せざるを得ない状況にある。

図 1 BRICs 諸国輸出対 GDP 比の比較

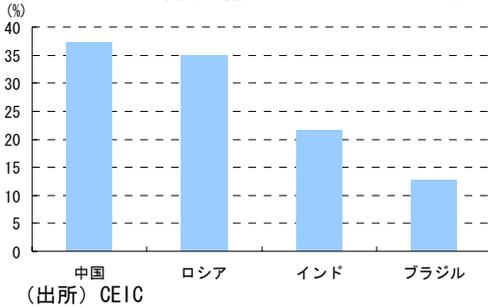


図 2 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

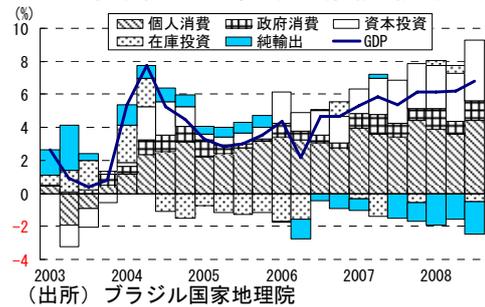


図 3 証券投資流入額の推移

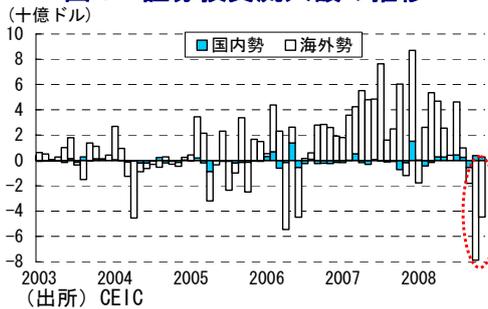


図 4 小売売上高の推移 (前年比)

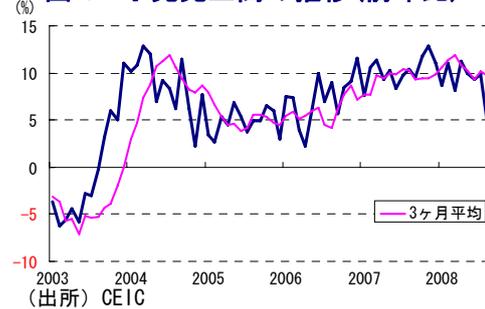


図 5 自動車売上高の推移 (前年比)

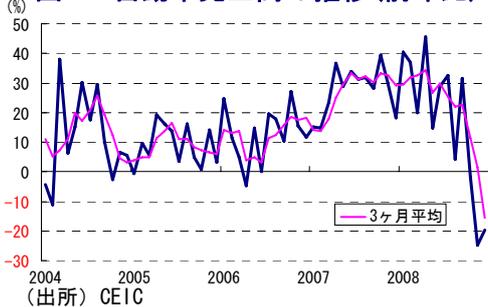
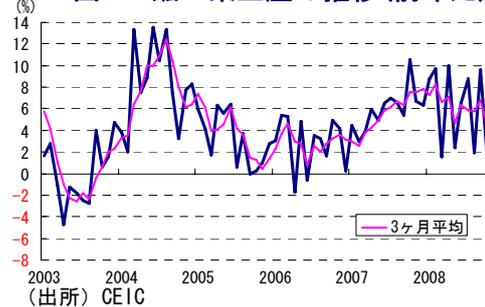


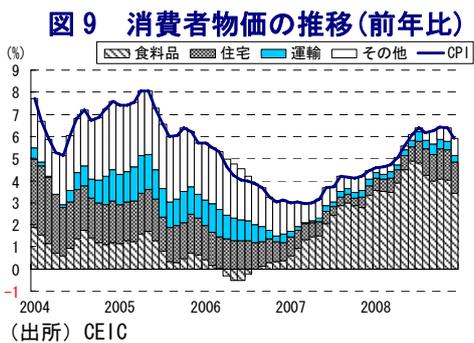
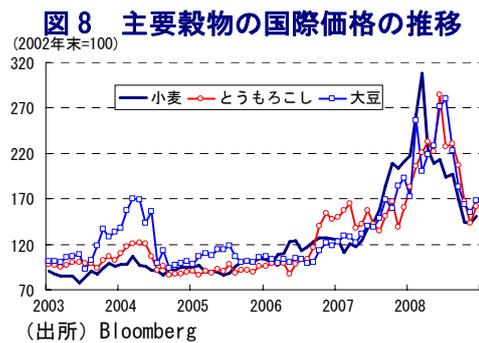
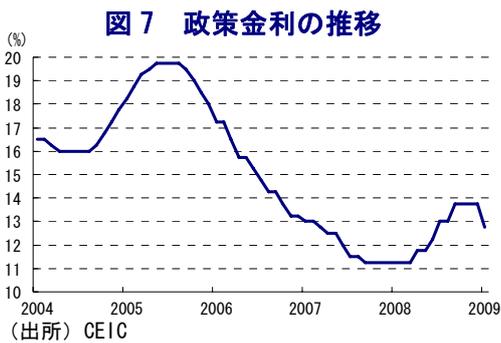
図 6 鉱工業生産の推移 (前年比)



《インフレの頭打ちで殿から利下げレースに参戦、とはいえ即効策とは言い難く当面の内需減速は不可避の様相》

- 同国では 1990 年代の金融危機後に起こったハイパーインフレの経験から、金融当局にはインフレに対する警戒が根強く残り、インフレターゲット制（現在のターゲットは 2.5~6.5%）を採用している。こうしたことから、一昨年後半以降の商品市況の急騰に端を発するコストプッシュ型インフレ圧力に対してもいち早く金融引き締め姿勢の強化による対応を示してきた。一方で、昨年 9 月のリーマンショックに端を発する世界金融危機から各国が金融緩和に向けて動き始めたにも拘らず、インフレ懸念への警戒から政策金利を高止まりさせ続けるなど、金融緩和に対しては最後まで慎重姿勢を採ってきた。
- しかし、足元では成長を牽引した内需の力強さが失われているほか、ようやくインフレ圧力の後退基調が確認されたこともあり、21 日に開催された金融政策委員会において約 1 年半ぶりの利下げを行うことが決定した。事前の市場コンセンサスでは、ここ 2 回の利上げ幅が 75bp であったため、75bp の利下げとみられていたが、市場予想を上回る 100bp の大幅利下げとなった（図 7）。なお、同委員会後の声明では先行きのインフレについて一層の後退が予想されるとの見通しを示し、委員全員が利下げ方向で一致していたことも明らかにした（5 人が 100bp 利下げに対し、3 人が 75bp の利下げを主張）。こうしたことから、金融当局内部にも景気の下振れリスクへの懸念が強まっているとみられ、先行きも利下げが続くものと予想される。

- 一昨年後半以降のインフレ局面では、国際的な商品市況の急上昇、特に大豆やとうもろこし、小麦などの穀物価格が急騰したことでコストプッシュ型のインフレ圧力が強まった。そこに、ここ数年の高成長を背景に高収益を目指す海外からの資金流入が相次いだことで過剰流動性が発生し、所得上昇を引き起こしたことで内需の押し上げによる需要インフレ懸念が高まったことが考えられる。しかし、足元では主要穀物の価格は大きく下落しているほか（図 8）、世界的な景気後退懸念から資源価格も大幅な調整を迎えていることでインフレ圧力は後退している。直近 12 月の消費者物価も対前年同月比+5.9%と前月（同+6.4%）から伸びが鈍化しており、対前月比でも+0.3%と前月（同+0.4%）からの伸びも鈍化し、先行きは一段の伸びの鈍化が進むものと期待される（図 9）。こうしたことも今回の大幅利下げの後押し材料になったと考えられる。
- 先行きについてもインフレ圧力は後退し続けることでインフレ率の低下が進むとみられる。ただし、減速したとはいえども 1 億 8000 万人強という人口規模を背景に依然として内需は底堅さを維持しており、物価そのものは低下していないことに注意する必要がある。また、外国人投資家による投資資金に調整が起こった結果、通貨レアルがそれまでの増価基調から一転して減価したことで輸入物価の押し上げに繋がっており（図 10）、物価そのものの高止まりが解消される見通しは低い。したがって、インフレ率の鈍化が直ちに個人消費に勢いを戻すと考えるのは難しい上、さらに大幅利下げにより喚起されるとしても、銀行部門の体力強化が依然として進まない中では与信拡大に繋がるとは予想し難い。当面は消費の勢いが以前と比べて弱いレベルで推移するものと考えられる。



《資源国の強みも世界不況の波には勝てず、国内資本市場は外国人投資家の動きに翻弄される展開が続く》

- 同国は輸出依存度が相対的に低い上、その輸出についてもかつてのような米国依存からの多角化路線を進めたこと（図 11）、さらに、資源国とは言えども輸出の半分近くが完成品と製造業の基盤がある上に資源への依存度が低いこともあり（図 12）、原油価格などで急激な調整が進んでも輸出の底堅さが続くと思われた。しかし、昨年 9 月にヴァーレが中国に対して鉄鉱石価格の年度内引き上げを求めたのに対し、中国側が輸入を保留したことで雲行きが怪しくなった。結果として、中国向けの輸出が急速に縮んだことに加え、リーマンショック後は世界中で景気後退懸念が強まったことで全体的に輸出が減速しており、直近 12 月は対前年比でマイナスに陥る状況となっている（図 13）。一方、国内需要も急速に冷え込んできたことから輸

入も減速基調を強めており貿易収支は黒字をキープし続けている。

- ただし、貿易収支は黒字を確保している一方で、同国の主要産業である鉱業関連は外資による運営も盛んに行われている上、ここ数年は外国人投資家による投資資金の流入が相次いだことから、海外への利益・配当送金に伴う所得収支は大幅な赤字が続いており、足元の経常収支は赤字基調となっている（図 14）。さらに、外国人投資家の主導で流入が続いた投資資金がリーマンショック後に一気に流出に転じたことで外貨準備の増減を示す総合収支は大幅な赤字に転落した（図 15）。こうしたことから、外貨準備高は昨年 9 月末をピークに減少基調にあるものの、12 月末時点では約 1,938 億ドルと世界でも指折りの規模を維持している上（図 16）、昨年 10 月には米国 Fed との間で 300 億ドルの通貨スワップ協定も締結されるなどの対応も採られている。ここ数年の国内金利の高止まりで、民間部門では低金利通貨を用いたキャリー取引を通じた資金調達が行われ、対外債務残高は緊縮財政の下で残高を縮小させた公的部門と対照的に民間部門で増大した。しかし、短期債務は昨年 9 月末時点でも 475 億ドルに留まっており、直ちに外貨不足に陥る可能性は極めて低いと言える（図 17）。
- 外国人投資家による投資資金の調整に際しては、株式や通貨についてはそれまで過去最高値圏で推移していたこともあり、高過ぎるとの思惑が強まったことで大きく値を下げる展開が続いた（図 18）。さらに、国内金融市場では欧州系の金融機関のプレゼンスが高く、世界金融危機の余波で信用収縮が一気に広まるとの懸念が強まったことで債券まで大きく売られる状況に陥った（図 19）。その後は、売り傾向がオーバーシュート気味であるとの観測が強まったことで底値を探る展開が続いている。株式相場については、ペトロブラスやヴァーレといった資源関連企業の値動きに大きく連動していることで、足元の資源価格の調整に加えて、世界的な資源需要が再び力強さを取り戻すには相当の時間を要すると考えられることから、上値の重い状態が続くと予想される。

図 11 仕向地別の輸出割合(2008年)

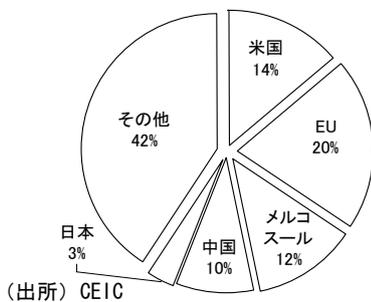


図 12 製品別の輸出割合(2008年)

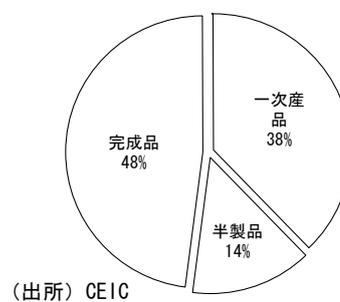


図 13 輸出入の推移(前年比)

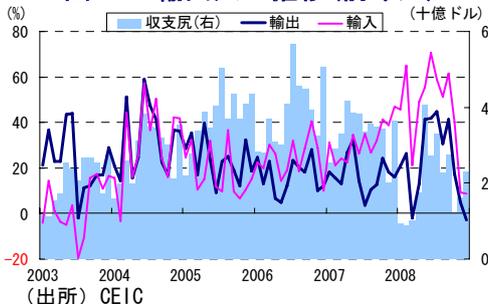


図 14 経常収支の推移

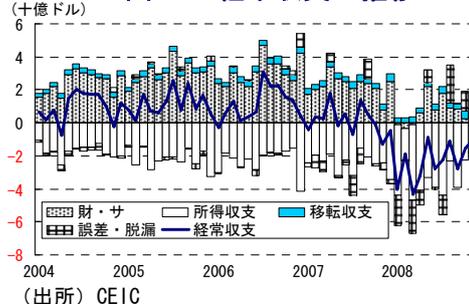


図 15 国際収支の推移

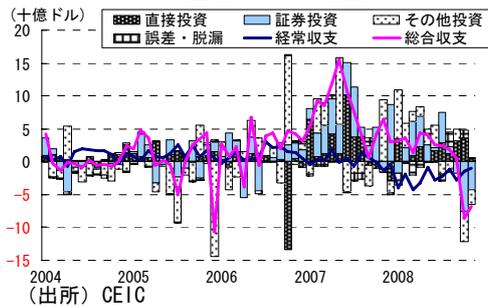


図 16 外貨準備高の推移



図 17 対外債務残高の推移

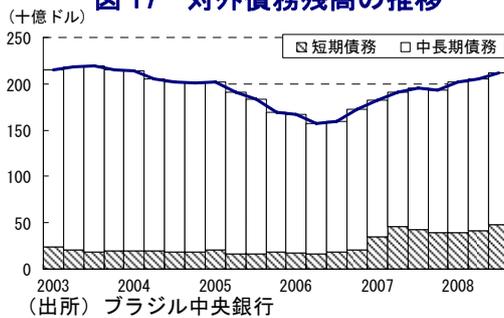


図 18 株式相場の推移(ボブスパ指数)



図 19 債券利回りの推移(10年外債)



《インフレ後退と金融緩和が進むも、雇用・所得の懸念から今年上期に掛けて一層の景気減速は必至の様相》

- 先行きのブラジル経済は、これまでの高成長を牽引してきた個人消費をはじめとする内需の動向が鍵を握ることから、インフレと金利の動きが大きな鍵を握ると考える。インフレについては、足元では商品市況がピークから大幅に調整していることもあり、今後もインフレ圧力の後退により伸びの鈍化が進むことが期待される。ただし、同国は BRICs 諸国の中でジニ係数が高く依然として貧困率が高いこともあり、食料品を中心とする必需品価格が高止まりしていることで、インフレ率の低下が直ちに消費を活発にするとは考えにくい。さらに、世界経済の後退により資源関連のみならず、製造業でも生産調整圧力が強まっていることで今後は雇用・所得環境の一段の悪化も避けられないとみられ、ここ数年の高成長を牽引してきた内需の勢いは一服を余儀なくされると予想する。こうした状況から、金融当局は先行きの金融政策についてはさらに緩和姿勢を進めていくものと考えられ、今年半ばにかけて 100bp 程度的大幅利下げを繰り返し実施していくものと予想する。
- 金融危機による国内経済への懸念としては、欧州系の金融機関によるプレゼンスの高さから信用収縮が急速に進んでいることもあり、とりわけ国内企業による外貨の資金繰りに対する懸念が高まっていることがある。こうした問題に対して、金融当局は外貨準備を用いて外貨資金繰り支援を行う方針を示すなど、非伝統的手法にまで踏み込んだ流動性対策を打ち出している。金利の引き下げのみならず、流動性供給に向けた万全の体制が組まれることで、同国の経済的基盤が大きく損なわれる危険は極めて低いと考えられる。また、今月

初めには 10 億ドル規模の 10 年物国債を発行に成功するなど、グローバル市場での信任は依然として堅く、世界的な景気底入れ後に資金が再び同国に流入する可能性は高いと言える。

- 資源価格は足元で急速な調整を迎えている上、世界的な景気後退の影響から需要量そのものも今年いっぱい大きく落ち込むと予想されることから、昨年のような活況を期待することは難しいと考えられる。その一方、同国は 1980 年代からバイオエタノールを次世代産業として位置付けた産業政策を展開してきたほか、とうもろこしや大豆などの農業生産については世界有数の収穫量を誇っている。農産物価格については投資資金の流出により商品市況全般が低下したことに歩調を併せる形で調整が続いてきたが、足元では中長期的な需要増懸念も残っており、下値を探る展開が続いている。同国経済全体としては、ここ数年の高成長からの減速は避けられないものの、農産物に対する世界的な需要の底堅さが下支え要因となるものと期待される。
- 世界的な景気後退により、多くの国では財政拡大による経済対策を打ち出す姿勢を明らかにしているものの、同国については未だにそうした策は示されていない。現ルラ政権は少数与党の左派・労働党 (PT) を母体としているが、同国の予算は歳出細目が憲法で規定されており、その変更には憲法改正手続が必要となる。しかし、少数与党であることから憲法改正が容易でないことが影響し、これまで機動的な財政出動を打ち出す姿勢を明確に出来なかった側面がある。ルラ大統領は、今月中にも経済対策を打ち出す方針を明言しており、当面のところは国家開発銀行 (BNDES) を通じて 1,000 億リアル (約 400 億ドル) 規模の信用供与による投資促進が行われる見通しである。
- BNDES に関しては、これまでも業務拡大のために国家予算から資本注入が行われた経緯があるが、この支出が政府の歳出に含まれないなどの財政上の不明朗さが懸念されている。大統領は、経済対策に向けて経常歳出の削減の方針も示したが、経常歳出はその多くが人件費や管理費が占めており、どれだけ削減が可能か不透明であることから財政の急激な悪化も予想されるものの、現下の急速な景気悪化局面では財政出動による景気の下支えは不可欠となろう。金融当局が金利引き下げに踏み切ったことで景気対策では金融緩和が先行することになり、来週にも打ち出される財政支出を伴う経済対策のいち早い具現化が望まれる。
- 現政権はルラ大統領個人に対する国民人気に大きく拠っているという危うさがあり、PT が少数与党ゆえ、国会が政府による施策の監視役を担っている面が散見されたのも事実である。しかし、足元の局面は誰もが想像した以上の速さで世界経済の悪化が進んでいることを考えれば、ルラ大統領の人気を梃子に是々非々で与野党を含めた挙国一致姿勢を採ることも求められよう。

以 上