

ブラジル経済事情：堅調だった南米の雄も景気に急ブレーキ

～金融危機の余波で底堅く推移した消費や投資にブレーキ、2009年はマイナス成長の可能性も～

発表日：2009年3月12日（木）

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の一角でデカップリング論の「最後の砦」であったブラジル経済だが、リーマンショック後の金融危機による信用収縮の余波で消費の勢いにブレーキが掛かり、10-12月期の実質GDP成長率は前年比+1.3%、前期比（季調済）では▲3.6%と景気は失速した。同国は経済の輸出依存度は低いものの、ここ数年の商品価格の急騰で外貨流入の上振れが成長の押し上げに寄与したが、足元では商品市況が急速に下落したことも景気失速をもたらす要因になった。
- 金融当局は過去のハイパーインフレの教訓から極度なインフレタカ派姿勢を堅持してきたが、足元の景気後退懸念とインフレ圧力の後退を理由に、一転して利下げを志向している。政府も昨年後半から断続的な景気対策を行っており、インフラ開発などでの一定程度の歳出拡大が打ち出されている。ただし、過去数年の緊縮財政による債務圧縮によってルラ政権に対する海外投資家の信任に繋がったため、市場では財政規律が失われることへの警戒感が強い。また、ルラ大統領が左派出身のため、歳出拡大で公的部門の無駄が増大する懸念もあり、景気下支えと国際的信用維持の間で難しい舵取りを迫られている。
- 足元では内外需双方で勢いが失われ、生産も下押し圧力が強まっており、先行きも外需では厳しい環境が待ち受けている。資源国として有名なブラジルだが、資源関連投資に伴う所得収支の大幅赤字で経常収支は慢性赤字で、そのファイナンスには海外資金が不可欠である。G20などの国際場裏では各国による協調した景気対策を求める声がある一方、年明け以降の長期金利の上昇は財政の自由度を失わせる懸念も高める。金融政策面では一層の緩和を志向しつつ、財政拡張の機会を伺う状況が続くと予想される。
- 2009年の経済成長率は、追加的な景気対策がなければ1992年以来のマイナス成長に陥る可能性が高まっている。景気対策面でも財政規律に配慮しつつ中長期的な成長力に資する対応が望まれることになる。

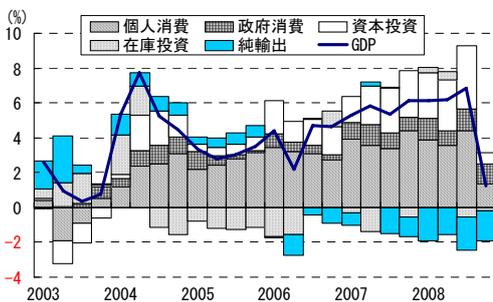
《底堅い内需が牽引したブラジル経済も、10-12月期は前期比マイナス入りで景気に急ブレーキ》

- BRICsの一角として、さらに、経済の輸出依存度の低さも手伝う形で内需主導型での成長をおさめてきたブラジル経済だが、足元の世界的な景気後退による影響は避けられないことが明らかとなった。10-12月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+1.3%と前期（同+6.8%）から大幅に減速した（図1）。特に、1990年代の経済危機後のハイパーインフレを乗り越えたことで旺盛さの続いた個人消費は、金融危機による信用収縮で銀行の貸付態度厳格になったことで勢いを失った。さらに、資源国としての魅力から企業により相次いだ投資も資源価格の下落により急速に冷え込みをみせた。なお、季調済の前期比では▲3.6%とマイナス成長に陥っており、デカップリング論の「最後の砦」と目された同国にも景気失速の波が押し寄せたとと言える。
- ブラジル経済は、輸出が対GDP比で20%足らずと新興国の中では極めて経済の輸出依存度は低い。しかし、ここ数年の経済成長の押し上げには、鉄鉱石や石炭などの鉱物資源のほか、大豆などの穀物価格の上昇が大きく寄与した。しかし、これらの商品市況は昨年半ばをピークに急速に下落している上、世界的な景気後退により需要が縮小し、輸出が足元で急減するなどの影響が出ている（図2）。また、原油などの資源価格との相関性の高いとされる株式指数のボベスパ指数は、年明け以降は底堅い値動きが続いているものの、昨年半ばに付けたピークからは大きく落ち込んだ状況が続いている（図3）。
- また、同国経済は1990年の経済危機直後にハイパーインフレに悩まされた経験から、緊縮的な財政・金融政

策を志向することでインフレ克服に取り組み成功した（図4）。こうした背景に加えて市場規模の大きさや潜在成長率の高さから、欧州系の銀行を中心に金融市場への参入が相次ぎ、多くの国民は借入やローンを通じた消費を享受した（図5）。しかし、昨年世界的な商品市況の急騰に端を発するインフレ圧力により、金融当局はインフレに対する恐怖心を前面に示して急速な引き締めを行った。この結果、インフレと金利高の共存状態に陥り、底堅く推移した消費などの内需の勢いがさらに減速することとなった。

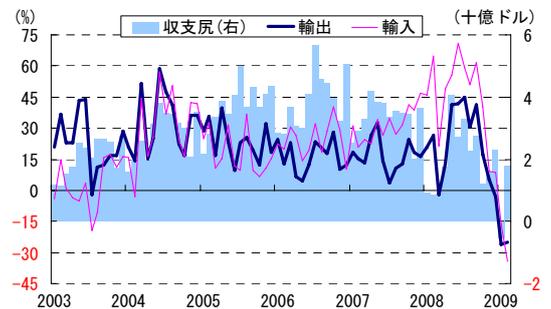
- その上、リーマンショック後には世界的な信用収縮が加速した結果、同国経済の潜在的な成長力に期待して流入した資金がリスク許容度を低下させたことで逆流し、銀行による貸付態度が急速に厳格化した。こうしたことからローン組成が難しくなり、自動車や住宅などの高額消費は勢いを失うようになる（図6）。このように、外需が急速に収縮する中、比較的底堅さを保ってきた内需もリーマンショック後の金融環境の急速な悪化の中で減速し、10-12月期の成長率は大きく下押しされた。この結果、2008年通年の経済成長率は前年比+5.1%と辛うじて5%台を保ったものの、前年（同+5.7%）から低下した。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



(出所) CEIC

図2 輸出入の推移(前年比)



(出所) CEIC

図3 株式相場の推移(ボバスパ指数)



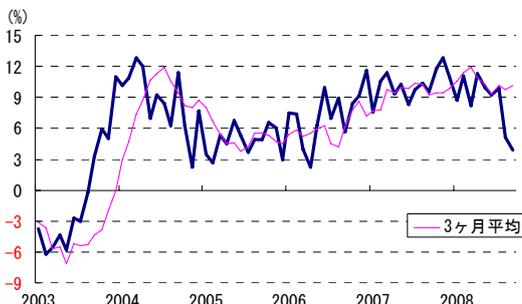
(出所) CEIC

図4 消費者物価の推移(前年比)



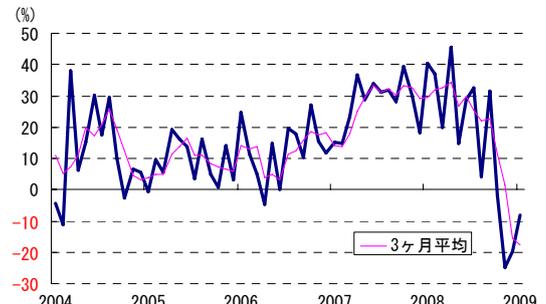
(出所) CEIC

図5 小売売上高の推移(前年比)



(出所) CEIC

図6 新車登録台数の推移(前年比)



(出所) CEIC

《インフレ圧力後退で財政・金融で景気刺激に動くも、過度な財政負担で海外投資家の信任を失う可能性も》

- 金融当局の頭を悩ませた世界的な商品市況の急騰に端を発するインフレ圧力は、足元では資源価格などの急速な下落により大きく後退し、直近1月の消費者物価は対前年同月比+5.8%と当局の掲げるインフレターゲット

ット（2.5～6.5%）に収まっている（図7）。昨年の半ば以降は、資源価格のピークアウトと歩を合わせるように同国経済の将来性に対する不透明感が高まったことから外国人投資家による投資流入が手控えられようになり、リーマンショック以降は流出の勢いが強まった（図8）。こうした資金の流れは通貨レアルに対する売り圧力を強め、大幅に減価することとなった（図9）。その結果、輸入物価の押し上げを通じてインフレ率は前月比で緩やかなプラスが続いているが、需要が弱まっていることも相俟って先行きのインフレはターゲット内に収まり続けることで急進する可能性は低いと予想される。

- 金融当局は、リーマンショック後の金融危機に対しても流動性供給や金融機関に対する資本注入など、金融健全化に向けた取り組みを示す一方で金融緩和には踏み込まず、インフレタカ派姿勢を強め続けていた。しかし、インフレ懸念が大きく後退したこと、足元で景気が急速に悪化する懸念が高まったことから、今年1月には一転して金利引き下げを志向するようになる。11日に開催された定例の金融政策委員会では、政策金利を150bp引き下げて11.25%とする決定を行った（図10）。当局は、2ヶ月足らずの間に250bpの大幅な利下げを行ったことになり、金利水準も過去最低レベルに並んでいる。
- また、政府は景気後退懸念が高まったことから、昨年12月には総額84億レアル（約30億ドル）規模の景気対策を公表し、個人所得税や金融取引税の引き下げのほか、今年3月までの時限措置として新車購入に伴う産業税の引き下げが実施されている。さらに、今年1月には政府系金融機関である社会経済開発銀行（BNDES）に1,000億レアル（約400億ドル）の資本注入を行い、ペトロブラスによる資源探査向け投資の拡大など、企業向け融資を下支えする方針を打ち出している。一方で政府は、足元の景気悪化により歳入が急速に縮小したことで、プライマリー黒字を維持する観点から2009年予算の約4分の1に当たる372億レアル（161億ドル）の一時凍結を公表するなど、他国との方向性の違いが際立つ状況も目立った（図11）。
- しかし、ルラ大統領が旗振り役となったG20において、景気後退懸念に対して世界が協調して景気対策を打ち出す方針で合意した上、来年10月に控える大統領選に向け、ルラ大統領が推すルセフ官房長官を支援する観点から、政府内では歳出拡大による景気下支え機運が強まっている。ルラ大統領は左派政党（労働者党（PT））出身ながら、高成長を背景とする税収増により財政赤字の縮小と債務圧縮を図り（図12）、海外投資家からの信任を集めただけに、市場では政府がプライマリー黒字の圧縮を打ち出すことには懸念が高い。その場合、PTが主導する低所得者支援政策である「ボルサ・ファミリア（家族基金）」の充実が図られる可能性が高い。また、2月には2007～2010年の4ヵ年で2,000億レアル（約800億ドル）のインフラ開発を行う「成長加速化戦略（PAC）」について、1,421億レアル（約590億ドル）を増額する方針を明らかにしたが、このように歳入の見通しが無いままに歳出が拡大される懸念が高まることになろう。

図7 消費者物価の推移(前年比)

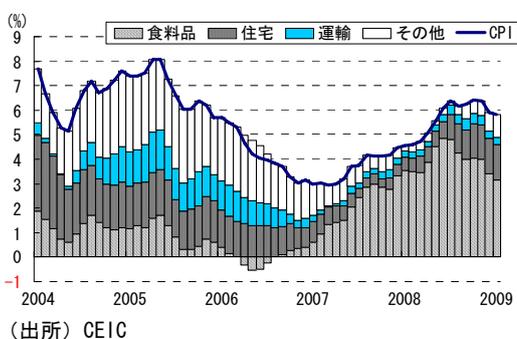


図8 証券投資流入額の推移

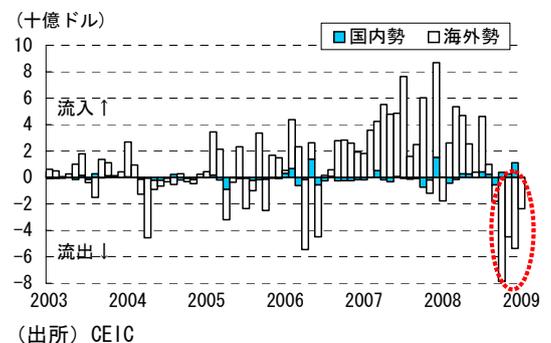


図9 為替相場の推移

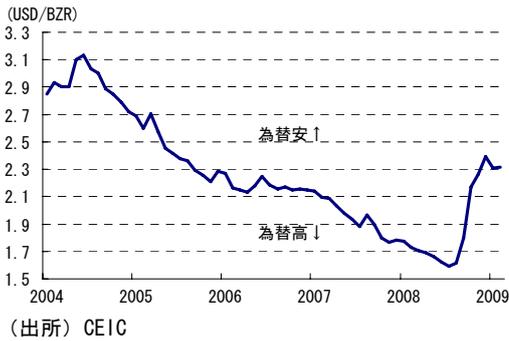


図10 政策金利の推移

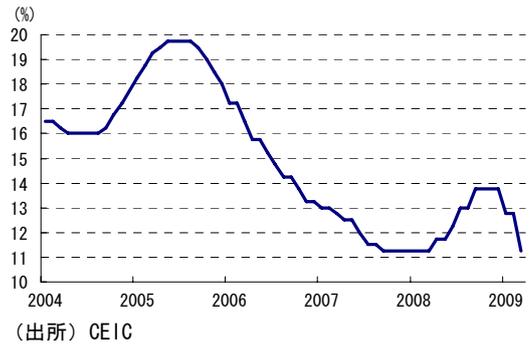


図11 財政収支の推移(前年比)

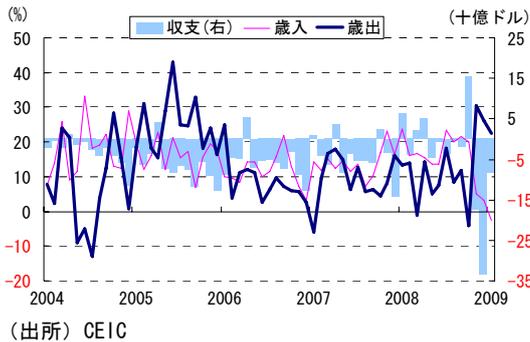
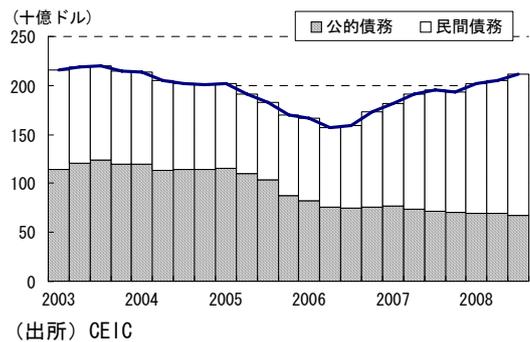


図12 対外債務残高の推移



《先行きの景気失速を示す指標が続き、追加的な景気対策がなければ2009年には大幅マイナス成長も》

- 先行きのブラジル経済の見通しを巡っては、金融当局がインフレに対する過度な警戒感を示していることもあり、インフレの動向がポイントになると考えられる。通貨レアルが大幅に減価した影響から、輸入物価の押し上げを通じたインフレ要因となってきた上、海外からの投資資金の流出のタイミングが遅く、住宅などの資産価格の低下が遅れたことでインフレ鈍化のタイミングを他の新興国に比べて緩やかになった。とはいえ、足元では昨年後半以降の商品市況の急速な下落からインフレ圧力は後退しており、通貨安が一段落したことで(図13)インフレの緩やかな鈍化が続くと予想される。したがって、次回以降の金融政策委員会においても、大幅な利下げによって景気刺激を図る可能性が高いと考えられ、こうした傾向は年半ばにかけて続いていくものと予想される。
- また、政府は財政的な制約から大規模の景気対策を打ち出してこなかったものの、10-12月期の経済成長率が前期比マイナスと急速な景気の冷え込みが明確となったことで、財政支出を伴う景気対策に本腰を入れる可能性が高まっている。しかし、この点には上述の通り格付機関などを中心に市場関係者などから既に懸念が示されている上、左派政権の特色として低所得者層を中心とする手厚い保護施策ばかりが並べられ、経済全体としての潜在成長力の上昇に繋がらない歳出拡大に至る懸念がある。その証拠に、リーマンショック直後に急上昇した国債利回りは、年末に掛けて落ち着きを取り戻しつつあったものの、年明け以降は再度上昇基調に転じている(図14)。ブラジルは資源国ながら、過大な所得収支の赤字がネックとなって経常収支は慢性的な赤字状態が続き(図15)、海外からの資金流入によるファイナンスが不可欠である。今年1月初めには10億ドル規模の10年物国債の発行を無事に行うなど、足元の厳しい金融環境下においても依然として同国に対する国際的信用の堅さが示されただけに、金利上昇が続く事態となれば財政面での自由度がさらに制約されることとなり、同国に流入する資金の先細りを起こすことも懸念されよう。
- 資源価格及びその需要については、足元では大幅に下落している上、世界的な景気後退局面が当面続くとみられる中で反転を期待することは難しい。こうした中、独自の大規模な景気対策を行っている中国では景気に底入れの兆しがみえ始めるなど、先行きの資源需要の下支えが期待されている。特に、中国はブラジルに

として輸出の約 1 割を占める重要な仕向先であり（図 16）、その需要が押し上げられれば足元で減速の続く生産にとって下支えが期待される（図 17）。ただし、それ以上に輸出仕向先の太宗を占める米国や EU、日本などの先進諸国については、景気悪化が急速に進んでいることで資源需要そのものも大きく細っていることもあり、全体的な景気の下押し傾向に変わりはないものと考えられる。その他の主要輸出財である大豆やとうもろこしなどの穀物や、同国が 1970 年代から国家を挙げて開発を進めたバイオエタノールは世界的な需要の底堅さが期待されるが、生産の下押しを賄う規模になるには限界があると言えよう。

- 2009 年の経済成長率については、昨年末時点では 2% 台半ばの成長を予測する機関が多くを占めていたが、その後は景気後退を示す指標が相次いだことで、日増しに 1% 台前半まで低下する事態となっている。10-12 月期の成長率が前期比▲3.6%とマイナス成長に陥ったことでゲタが大幅に下押しされていること、1 月以降も消費や投資、生産を巡る指標に悲観的な数字が相次いでいることで 1-3 月期も前期比マイナス成長が続く可能性が高い。こうしたことを考えると、政府による追加的な景気刺激策が実施されない場合には、2009 年の成長率は前年比▲2%程度のマイナス成長に陥る可能性があると予想する。なお、同国が通年ベースでマイナス成長となれば、経済危機で苦しんだ 1992 年以来となる。

図 13 為替相場の推移



図 14 10年債利回りの推移



図 15 経常収支の推移

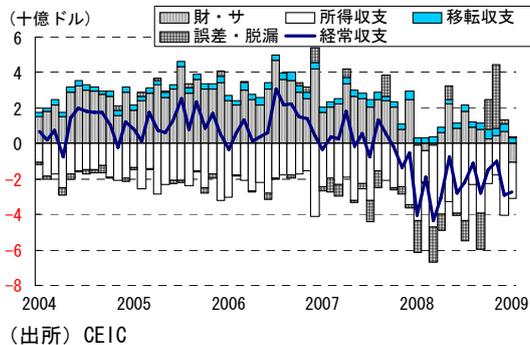


図 16 仕向先別輸出の割合(2008年)

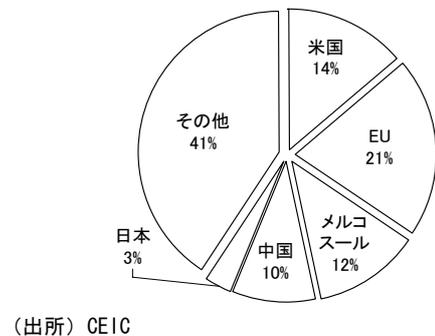
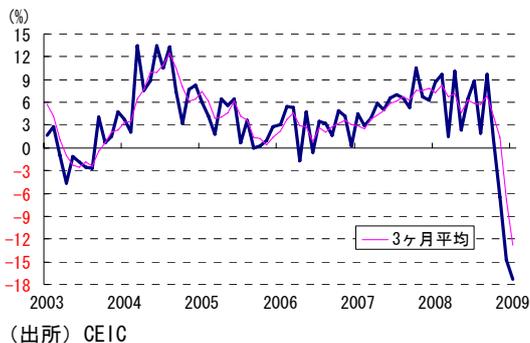


図 17 鉱工業生産の推移(前年比)



以上