



ブラジル経済事情：景気に底入れ感、確かな回復を維持出来るか

～景気の底入れ期待進むも回復力は力強さに欠ける可能性。短期・中長期の成長戦略が不可欠～

発表日：2009年6月12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）

- ブラジル経済は、堅調な内需や豊富な資源を背景に高成長を享受してきたが、資源価格の反落や金融危機で環境が一変し景気後退に追い込まれた。昨年末以降、政府は数々の景気対策を打ち出し、個人消費に底堅さが戻っている一方、投資や輸出は振るわず、1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.8%とリセッションに陥った。なお、前期（同▲3.7%）からマイナス幅は縮小しており、個人消費のモメンタムの底入れや急激な生産圧縮で在庫調整が進んだことなどにより、4-6月期以降には反転が期待されるものの、保護主義的な政策の台頭など懸念材料も多い。
- 政府は経済危機の経験から、過度な拡張財政を忌避する姿勢を示してきたが、今年度は補正予算で歳出拡大に踏み切り、景気対策を打ち出している。金融当局も今年1月以降計450bpの利下げで景気刺激を志向している。結果、マネーの伸びは続いているが、足元では民間借入の伸びが縮小するなど、金融機能は回復していない。今後も金融緩和姿勢が続くとみられるが、落ち着きを取り戻してきた物価に再び上昇の兆候が見られ、緩和の度合いが弱まることは避けられないであろう。
- 先行きの景気は投資と外需が握るが、当面は中国頼みの状況が続くとみられる。政府主導のインフラ開発でも、来年の選挙を意識したバラ撒きが懸念される。3月以降の国際金融環境の変化で、内外金利差や中長期的な潜在成長率の高さを背景に通貨や株式が上昇し、基礎的財政収支の健全さから債券も買われている。ただし、為替高は輸出にマイナスとなるため介入圧力が高まる懸念がある。政府は2009年の経済成長率をプラスにすべく、追加対策も辞さない姿勢を示しているが、現状を前提にすれば、2009年のマイナス成長は避けられない状況にあると考えられる。

《消費に底堅さが戻る。投資や外需に調整が続きリセッション入りするも、景気の底入れ感が高まっている》

- ブラジル経済は、輸出の GDP 比が 20%程度と経済の輸出依存度が低い一方、近年は豊富な資源を背景に輸出が拡大し、高成長を期待する投資資金の流入で生じた過剰流動性が内需を押し上げ、高成長を達成した。しかし、昨年夏の資源価格反落に続いて、金融危機で世界的な信用収縮が進み、外需・内需ともに厳しい環境に追い込まれた。輸出産業を中心に企業業績が悪化して雇用調整が進み、失業率が2年ぶりに一時9%に達するなど（図1）、雇用・所得環境の悪化が続いている。一方、昨年12月に自動車産業支援策として工業製品税（IPI）の減税を実施すると、新車販売は昨年12月を底に年明け以降上昇基調に転じている（図2）。また、実質ベースの小売売上高も、昨年半ば以降は急速な鈍化が続いたが、足元では反動の動きもみられるなど（図3）、個人消費の底入れは進んでいる。
- 昨年後半以降減少が続く輸出は、年明け以降中国（含、香港）向け輸出が大幅に増加しているが（図4）、EUや米国などの先進国、資源価格の低迷で景気が失速したメルコスール諸国向けは足元でも振るわない。輸出額も1月を底に反転したが、5月の輸出額はピークの6割程度に留まるなど勢いは乏しい（図5）。一方、年明け以降政府は中国からの輸入に大幅なアンチダンピング税を課すなど、保護主義的な政策の導入もあり輸入も大きく低下した。結果、貿易収支は昨年末にかけて黒字幅の縮小が続いていたが、年明け以降再び黒字が拡大し、対外ポジションの強化に繋がっている。
- 内需に底堅さがみられる中、輸出も力強さは乏しいものの年明け以降徐々に増加しており、鉱業部門が主導して生産も底打ちが進んでいる。約2億人に上る市場規模の大きさや潜在成長率の高さを背景に、金融危機

後も直接投資は底堅く流入しているが（図 7）、企業の設備投資は業績悪化により手控えの動きが強まっている。

- 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比▲1.8%と前期（同+1.3%）から大幅に低下し、四半期ベースでは 2000 年 10-12 月期以来のマイナス成長となった（図 8）。前期比（季調済）は▲0.8%と前期（同▲3.7%）から 2 期連続でマイナス成長となったが、減少幅は前期から大きく縮小しており、先行きの回復が期待される。なお、項目別では個人消費が前期比+0.7%と前期（同▲1.8%）からプラスに転じ、消費の底堅さが示された一方、企業の設備投資抑制の動きが影響し、資本投資は同▲12.6%と前期（同▲9.3%）を上回る減少となった。また、世界的な需要縮小により輸出は同▲16.0%と大幅に減少したが、輸入も同▲16.8%と輸出を上回る減少となったことで、純輸出の成長率に対するマイナス寄与度が大きく縮小した。なお、昨年末の生産調整を通じて在庫圧縮が進んでいるとみられ、4-6 月以降は一段と回復感が強まることが期待される。

図 1 雇用環境の推移

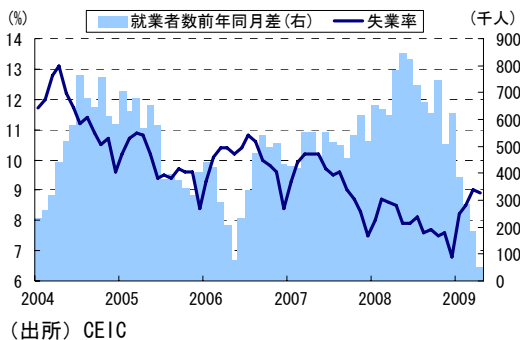


図 3 実質小売売上高の推移(前年比)

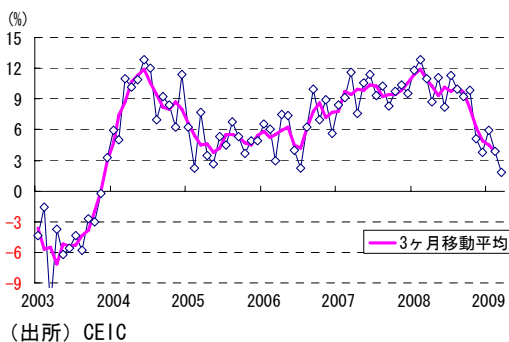


図 5 輸出入の推移(前年比)

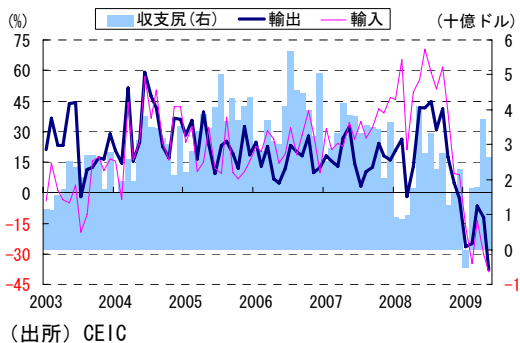


図 2 新車販売台数の推移(前年比)

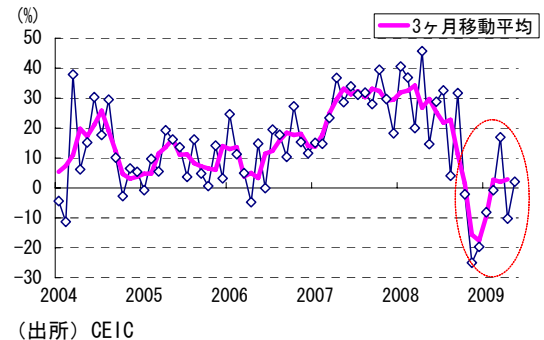


図 4 中国・香港向け輸出額の推移

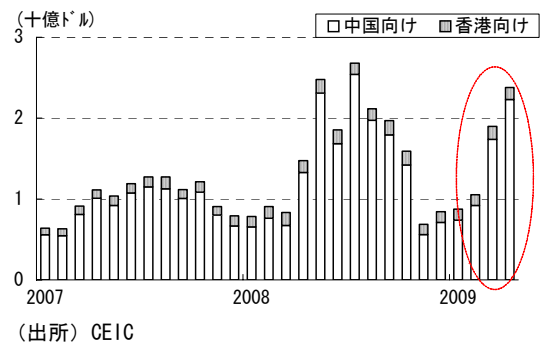


図 6 鉱工業生産の推移(前年比)

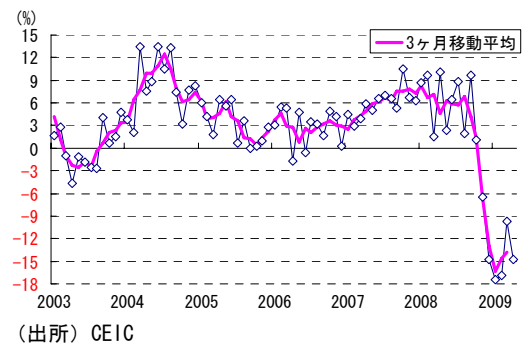


図7 直接投資流入額の推移

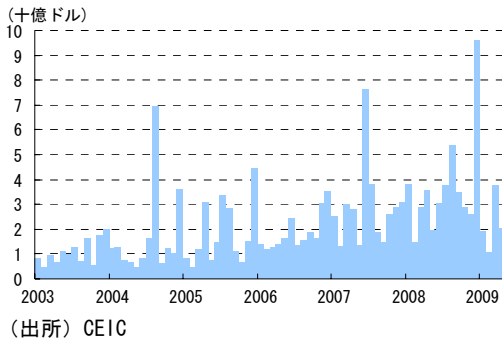
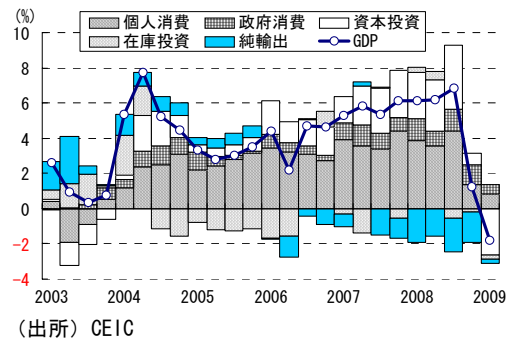


図8 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



《繰り返される景気対策と大幅金融緩和で市中のマネーは拡大するも、資金流入拡大で利下げ打ち止めへ》

- 景気の減速感が強まる中、政府は昨年 12 月に総額 84 億レアル（36 億ドル）の景気対策で、自動車向け IPI 減税のほか、個人所得税や金融取引税の減税を行うなど、減速感が見えつつあった個人消費の梃子入れを図った。さらに、3 月末には自動車向け IPI 減税を 6 月末まで 3 ヶ月間延長したほか、4 月には家電製品（冷蔵庫やストーブなど）や建築資材向けの IPI を 3 ヶ月間の時限措置として引き下げた。また、2011 年までの 3 ヶ年間で総額 340 億レアル（150 億ドル）を投じ低所得者向けの住宅開発を行う方針を明らかにしているほか、流動性の確保に苦しむ中小企業や造船業界向けの支援基金を設立するなど、政府が堅持してきたプライマリーバランスの黒字幅に拘泥しない対応を示している。その上で、政府はプライマリーバランスの目標を GDP 比 3.8%から同 2.5%に引き下げ、先月には修正予算案として 91 億レアル（45 億ドル）の歳出を拡大する旨を明らかにしている。
- 金融当局も、景気悪化懸念の台頭を背景に 1 月に緩和姿勢に転じて以降、大幅な利下げを繰り返し実施している。10 日に開催された金融政策委員会でも 4 回連続の利下げを行い、政策金利は 9.25%と 1 月以降の利下げ幅は計 450bp に及んでいる（図 9）。同国の成長を牽引してきた内需の鈍化が顕著になり、内需刺激の観点から大幅利下げを繰り返し行ってきたが、昨年夏以降商品市況の下落でインフレ率が低下してきたこともその背景にある。なお、5 月の消費者物価は前年同月比+5.2%と低下基調が続いているが（図 10）、当局の定めるターゲット（4.5～6.5%）には収まっており、前月比では+0.5%と徐々に伸び率が拡大している。中でも人件費やサービス価格の伸びが拡大しており、景気の底入れが進む可能性を示している。一連の財政拡大及び金融緩和策で国内のマネー供給の拡大を図り、国内信用も高い伸びが続いたが（図 11）、民間向けの貸付は足元で急速に伸びが減速していることから（図 12）、必ずしも金融機関の貸出態度の改善には繋がっておらず、金融当局は引き続き小幅利下げを含む緩和姿勢を続けると予想される。
- 3 月以降は投資家のリスク許容度が好転し、海外への資金流出の動きは収まった（図 13）。これは、内外金利差の大きさや潜在成長率の高さに着目した動きや、4 月の経常収支の黒字化が影響している（図 14）。一方、現状は過剰流動性の発生には至っていないとみられるが、こうした動きがインフレ圧力を引き起こすことに繋がる懸念もあり、今後はこれまでのように大幅利下げは行い難いと考えられる。

図9 政策金利の推移

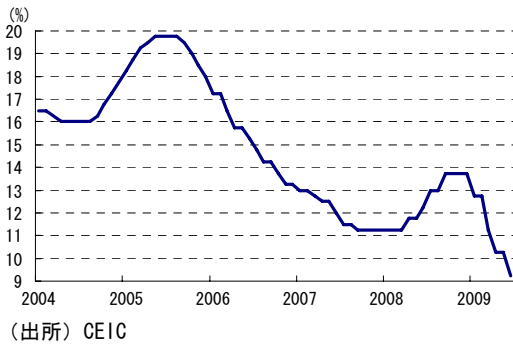


図11 M3と国内信用の推移(前年比)

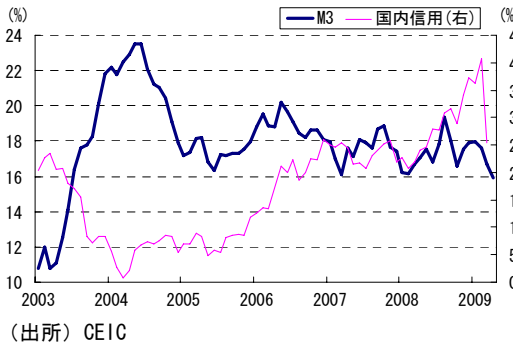


図13 証券投資の流出・流入額の推移

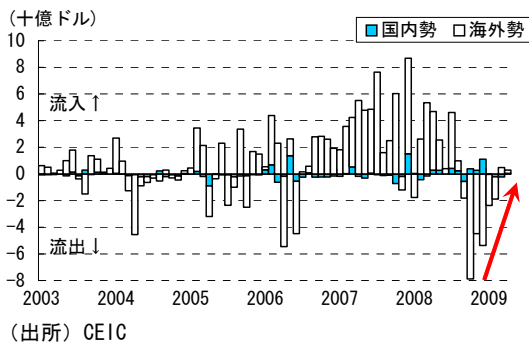


図10 消費者物価の推移(前年比)

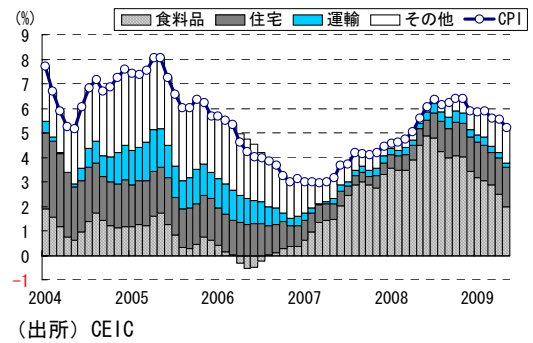


図12 民間向け貸付残高の推移(前年比)

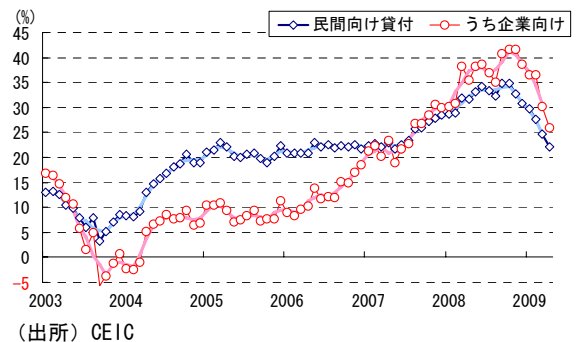
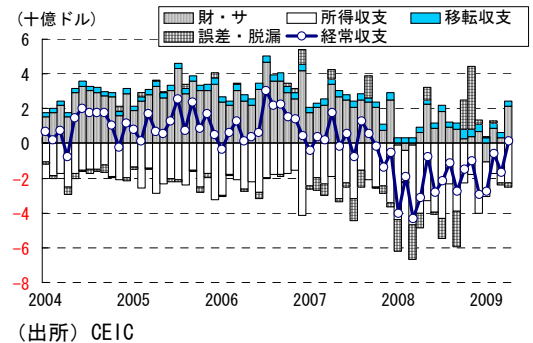


図14 経常収支の推移



《景気対策の効果に期待も現状では通年のマイナス成長は不可避。中長期を見据えた対策が今後の課題》

- 既に個人消費に勢いが戻りつつあり、先行きのブラジル経済は、資本投資と輸出の動向が鍵を握る。輸出は中国（含、香港）向けが順調に増加しているが、今後も今の調子での拡大を期待することは難しい。主要輸出先の米国では景気底入れ感が出ているが、EU やメルコスールは依然厳しい状況が続いており、短期的に輸出の本格回復は難しい。一方、国内消費が底堅さを保っており、生産の回復に沿って徐々に企業の設備投資も盛り上がるのが期待される。利下げや景気対策により住宅投資への期待も高いが、同国では法律上、借主の権利が手厚く保護され住宅投資意欲が生まれにくいことから、限定的な伸びに留まるとみられる。政府は「成長加速化戦略（PAC）」と称するインフラ整備事業費の増大のほか、貧困生活保護政策のボルサ・ファミリア（家族基金）の増額を謳い、今年度予算の歳出増加で、こうした施策の進捗が期待される。
- なお、来年10月には大統領選が予定されているが、憲法規定で現職のルラ大統領の3選は不可能であるため、ルラ大統領はローセフ官房長官への禅譲を表明している。今月初めに実施された世論調査ではルラ政権への支持率が過去最高に迫る回復を見せており、今後も景気対策を打ち出す可能性も高い。一方、政権後退が意識され、現政権の打ち出す景気対策が短期的な景気押し上げのためのバラ撒きに終始し、中長期的な潜在成長率の向上に繋がらない可能性もある。

- 国際金融を取り巻く環境の変化で同国への投資資金が回帰し、3月以降通貨レアルは一転して為替高で推移している（図14）。レアル高に加え、中国と締結されていた繊維自主輸出規制が昨年末で失効したことで繊維製品の輸入が急増し、鉄鋼製品など輸出品の国際価格低下も著しく、関税障壁による保護主義姿勢を強めている。また、輸出競争力確保の観点から金融当局はドル買い（レアル売り）介入を行うなど、今後もこうした動きが強まることが懸念される。また、資源需要の拡大期待から原油価格が年明け以降徐々に上昇し、主要株式指数のボヘスバ指数も急激な上昇を見せている（図15）。足元のPERは20倍を越えて割高感を指摘する声も出ており、先行きの上昇ペースは緩慢になることが予想される。ただ、同国では個人投資家の取引が全体の20%強を占めるなど投資家層が育ちつつあり、資産効果による消費の押し上げも期待出来るであろう。
- 同国政府も他の国々同様に歳出拡大による景気対策に取り組んでいるが、同国政府はプライマリーバランスの黒字確保を掲げており、財政の健全性は高い。長期金利は年明け以降の景気減速懸念から上昇したが、3月以降は為替高や株高と歩調を合わせて債券への買いも強まり、長期金利は大きく低下している（図16）。足元は景気の底入れ感を示す材料がある一方、度重なる景気対策による財政状況の悪化懸念も払拭されておらず、先行きは一進一退の状態が続くとみられる。
- 政府は、1-3月期のGDP統計公表前にリセッション入りの可能性を示唆しつつ、今年の経済成長率の見通しを下方修正し、前年比+1.0%になると予想している。財務相はプラス成長を確保するために追加景気対策も辞さない姿勢を示しており、依然景気の厳しさは続いている。国際機関も年明け以降相次いで2009年の経済見通しの下方修正を行っており、IMFは前年比▲1.3%、OECDも同▲0.3%と軒並みマイナス成長入りを予想している。当研究所では、先月のレポートにおいて、2009年の経済成長率が前年比▲2.0%程度に減速する可能性を指摘している。1-3月期のGDP統計を踏まえ、仮に内需の動向を勘案して上方修正を行った場合でも同▲1.3%程度に留まるとみられ、マイナス成長は避けられないと予想する。

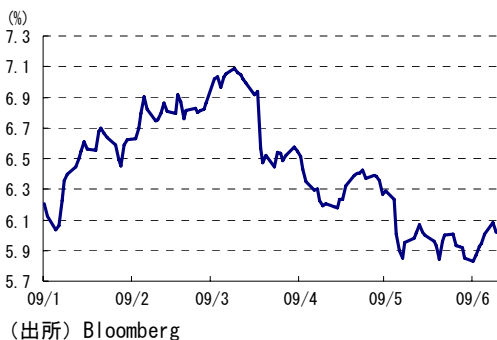
図14 為替相場の推移



図15 株式相場の推移(ボヘスバ指数)



図16 長期金利の推移(10年債利回り)



以上