



ブラジル経済事情：金融緩和は最終局面、一層の内需喚起を狙う

～内外需で景気底離れ進むも、今後の景気の鍵は裾野の広い内需喚起～

発表日：2009年7月27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）

- これまで豊富な資源を背景に高成長を遂げてきたブラジルも金融危機後の世界的な需要縮小の直撃を受けたが、中国の旺盛な資源需要によって足元では外需の底入れが進んでいる。また、同国は内需の割合が高いが、年明け以降景気対策や金融緩和を相次いで打ち出し、個人消費は底打ち感を強めている。内外需ともに底離れが進んだことで、昨年後半に激減した生産は年明け以降V字回復を遂げている。1-3月期の実質GDP成長率は前期比（季調済）▲0.8%と前期（同▲3.7%）から大幅に減速幅が縮小したが、これは在庫の積み上がりが大きな押し上げ要因になったみられる。4-6月期以降は緩やかながらも再び景気が加速すると予想される。
- 先行きについて、中国向け輸出は現状のペースで伸び続けることは難しく、米国やEUの動向も依然不透明であることから、外需の牽引は多くを期待しにくい。内需は法律的な制約もあり住宅投資に依然勢いはないが、景気対策で自動車や小売売上は底入れが進み、今後は「成長加速化戦略」や貧困層支援策などの効果発現も期待される。なお、足元では所得が底打ちしているが、生産回復によって雇用環境の改善も期待され、内需の一層の貢献が期待される。政府は2009年の経済見通しを前年比+1.0%で維持しており、追加景気対策がなくとも達成可能との姿勢をみせている。一方、IMFは政府の対応を評価しつつ、2009年の見通しを前年比▲1.3%としているほか、OECDも直近の「経済報告」で前年比▲0.8%とするなどマイナス成長を予想している。当研究所も先月の本レポートで2009年は通年で前年比▲1.3%程度となる見通しを示したが、現時点でもその見方に変わりはない。
- 原油価格との相関の強い株式指数（ボブスバ）は、年明け以降の原油価格上昇を機に上昇基調を強めてきたが、外国人投資家の取引割合が徐々に拡大しており、今後も外国人投資家の動向に左右される展開が予想される。通貨レアルは資源国通貨としての強みに加え、足元の内外金利差の大きさに着目した資金流入で高値圏での推移が続いている。当局は輸出競争力確保のため介入を行っているともみられ、外貨準備の増加に繋がっている。なお、国債については財政悪化懸念はあるものの、依然プライマリー黒字を確保しており、足元の利回りも落ち着いている。

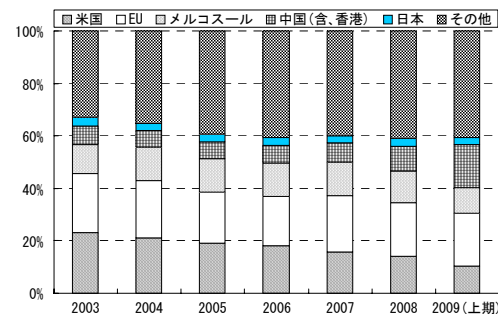
《中国向け輸出を梃子に外需底入れ。景気対策で内需も底離れするも、回復の持続性は依然未知数》

- 資源国として高成長を遂げてきたブラジル経済は、金融危機後の世界的な需要縮小で昨年後半以降急速にその勢いに陰りが生じた。しかし、足元では輸出を牽引役に景気の底離れを果たしつつある。中でも内需振興を図る中国の旺盛な資源需要を背景に、今年上半期には中国向け輸出が2割まで拡大するなど（[図1](#)）、ブラジル経済の下支え役として大きな役割を果たしている。年明け以降の中国（含、香港）向け輸出の大幅回復を背景に（[図2](#)）、昨年後半以降激減した輸出は底入れが進んでいるが（[図3](#)）、全体ではピークの7割程度に留まるなど欧米の減少分をカバー出来ていない。
- 一方、同国の輸出はGDP比14%程度であり、新興国の中でも外需依存度が低く、個人消費を初めとする内需が景気の鍵を握っている。昨年は資源価格高騰や過剰流動性でインフレ圧力が高まり、金融当局による引き締め姿勢も相俟って、年後半より個人消費は減速した。しかし、商品市況の下落により6月のインフレ率は前年比+4.8%、前月比+0.4%となっており、足元では落ち着きを取り戻している（[図4](#)）。政府は昨年12月以降、時限措置として自動車、家電、建築資材向けの工業製品税（IPI）の減税や、個人所得税、金融取引

税減税などを打ち出し、個人消費の喚起を図っている。さらに、金融当局も金融緩和を継続しており、22日の金融政策委員会でも50bpの利下げを実施し、累計の利下げ幅は500bpに及ぶ（図5）。結果、民間部門向けの貸付に勢いが戻り、自動車販売台数は足元で前年比プラスに回復したほか（図6）、小売売上高も底打ちが進むなど（図7）景気は底離れしつつある。なお、今回の利下げに際して当局は「緩和局面は終わりに近づいている」としており、追加利下げの可能性は大きく低下している。

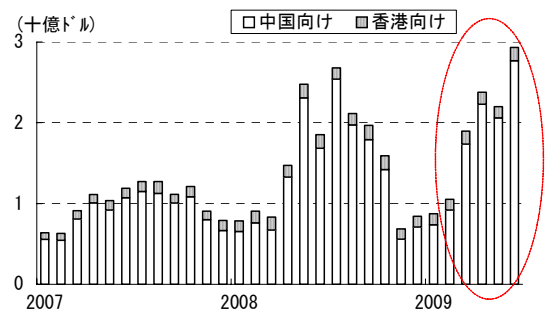
- 内外需とも底入れが進んでいることを背景に、昨年秋から激減してきた生産は、年明け以降底打ち感を強めている（図8）。結果、1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比▲1.8%と前期（同+1.3%）から大幅に減速し、2001年10-12月期以来のマイナス成長に陥ったものの、前期比（季調済）では▲0.8%と前期（同▲3.7%）からマイナス幅が大きく縮小した（図9）。ただし、前期比では在庫投資による押し上げが0.9pに上るなど、昨年末にかけて急激に進んだ在庫圧縮の反動増による影響もみられる。4月以降も生産の回復が進んでいる上、堅調な内需や底堅い直接投資を背景に（図10）投資も回復すると期待されるが、ともにピークを大きく下回る水準にあり、先行きの急激な回復は期待しにくい。

図1 仕向地別輸出割合の推移



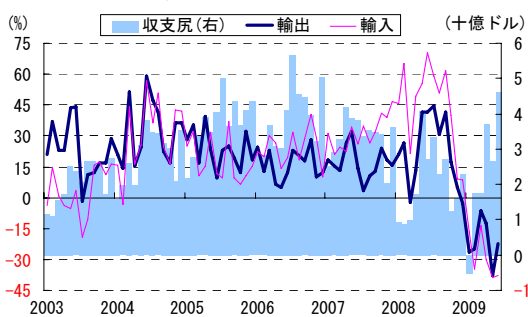
(出所) CEIC

図2 中国・香港向け輸出額の推移



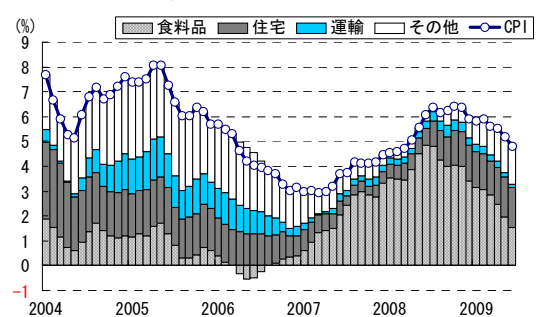
(出所) CEIC

図3 輸出入の推移(前年比)



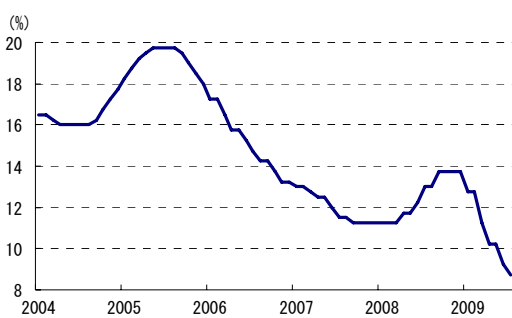
(出所) CEIC

図4 消費者物価の推移(前年比)



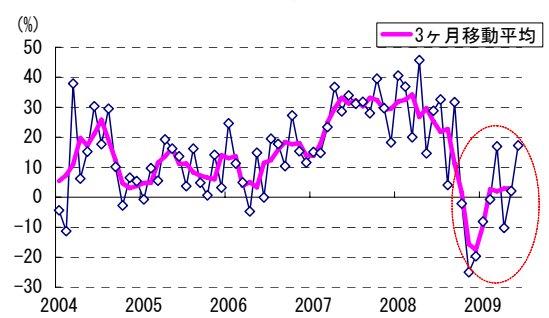
(出所) CEIC

図5 政策金利の推移



(出所) CEIC

図6 自動車販売台数の推移(前年比)



(出所) CEIC

図7 小売売上高の推移(前年比)

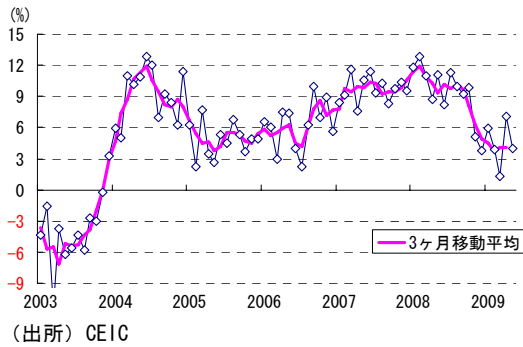


図8 鉱工業生産の推移(前年比)

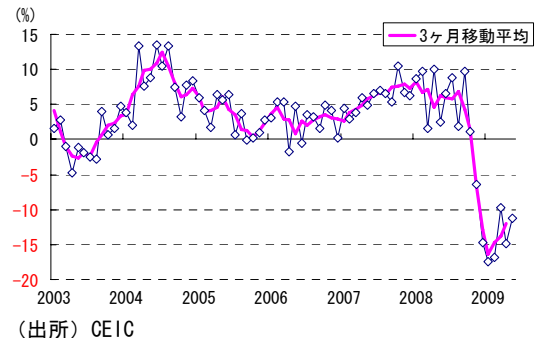


図9 実質 GDP 成長率の推移(前期比/季調済)

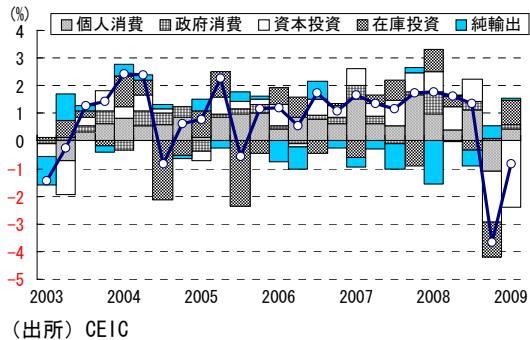
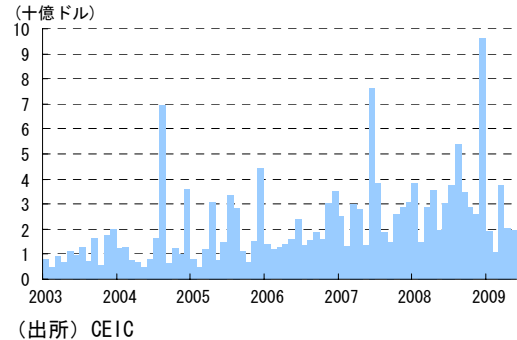


図10 直接投資流入額の推移



《早晩外需に頭打ち懸念も内需の底入れ進み成長は加速。ただ、回復の勢いは乏しく通年ではマイナス成長》

- 足元での景気の底離れには中国が大きな役割を果たしているが、既に中国向けの輸出が過去のピークを大きく上回るレベルにあることを考えると、これまでと同じトレンドで伸び続けることは考えにくい。したがって、米国や EU などの需要回復が先行きの輸出拡大に向けて重要となるものの、欧米経済は依然不透明さが払拭できず、さらに外需主導で景気を押し上げることは容易ではない。内需は減税を柱とした景気刺激策のほか、金融緩和により底入れ感を強めているが、住宅投資は法律的な制約も壁となり、大幅利下げにも拘らず下げ止まり感が出ていない（図 11）。政府は「成長加速化戦略（PAC）」に基づきインフラ開発や社会保障政策（ボルサ・ファミリア）による歳出拡大を続けており（図 12）、5 月発表の今年度予算では 91 億レアル（48 億ドル）の歳出増とし、プライマリーバランスの目標を GDP 比 2.5%に下方修正している（修正前は同 3.8%）。今後こうした景気対策の効果が現れると期待され、さらに足元では所得環境にも底打ちの気配が強まっており、雇用環境も改善が期待される（図 13）。
- 国際金融を取り巻く環境の一服や、世界経済の回復期待の高まりによる原油価格の再上昇に伴い、資源関連企業のウェイトが高い主要株式指数（ボブスバ）は、3 月以降急激に上昇した（図 14）。なお、外国人投資家の取引割合は近年 4 割弱まで上昇し、外国人投資家の動向によって資金の流出入が激しくなっており（図 15）、先行きも原油など資源価格や、世界経済の動向を見ながらの展開が続くと予想される。一方、資源国通貨として人気の高い通貨レアルは、金融当局の大幅利下げにも拘らず政策金利が 8.75%と高止まりしていることから、内外金利差を狙った資金流入によりレアル高の基調が続いている（図 16）。当局は輸出競争力確保のためレアル売り（ドル買い）介入を行っているが、経常赤字体質にも拘らず 6 月末時点の外貨準備は再び 2,000 億ドルを突破しており（図 17）対外ポジションは強固である。なお、莫大な外貨準備の目減りを懸念して IMF による SDR（特別引出権）建債券の購入に逸早く手を挙げたほか、アルゼンチンに続いて中国に対しても自国通貨通しでの貿易取引を持ちかけるなど、ドル離れ姿勢を明確にしている。政府による歳出拡大で財政への悪影響が懸念されるが、それでもプライマリー黒字を確保するなど財政余力は依然高く、国債利回りは足元では年当初水準を下回っている（図 18）。

- 政府は 20 日、2009 年の経済成長率の見通しを前年比+1.0%とする 6 月時点での下方修正を堅持するとし、その実現に向けてさらなる歳出拡大は不要との考えを示した。なお、今月 8 日に IMF は「世界経済見通し (WE0)」を修正し、金融危機後のブラジル政府の対応を評価しつつ、2009 年の経済見通しは前年比▲1.3%のまま据え置かれている。また、OECD は今月 14 日に「経済報告」を公表し、その中で金融危機後の政府の対応が適切であったと評し、同国経済は既に危機から回復しているとした。なお、追加的な歳出拡大による財政への悪影響に警鐘を鳴らしたほか、経済見通しは 2009 年通年では前年比▲0.8%とマイナス成長が避けられないとしている。当研究所は先月の本レポートにおいて、1-3 月期の GDP 実績を反映し今後の内需の改善を見込んだ場合でも、2009 年通年の経済成長率は前年比▲1.3%程度とマイナス成長となるとしたが、現時点もこの見通しを変更していない。

図 11 新規建設申請件数の推移 (前年比)

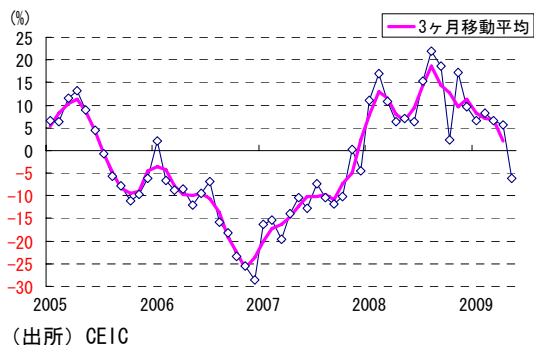


図 12 財政収支の推移 (前年比)

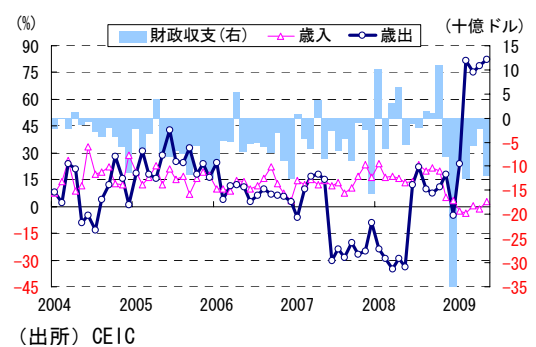


図 13 雇用環境の推移

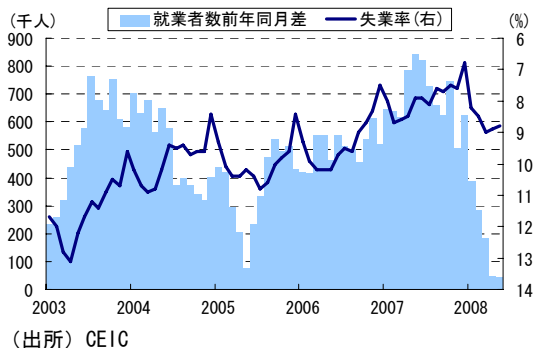


図 14 株式相場と原油価格の推移

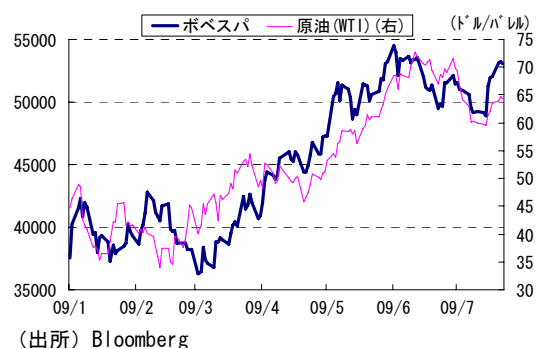


図 15 証券投資の純流出入額の推移

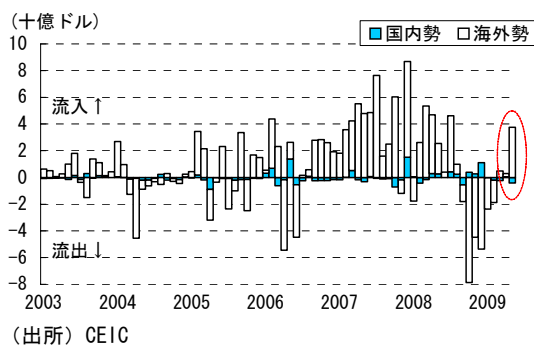


図 16 為替相場の推移



図 17 外貨準備高の推移

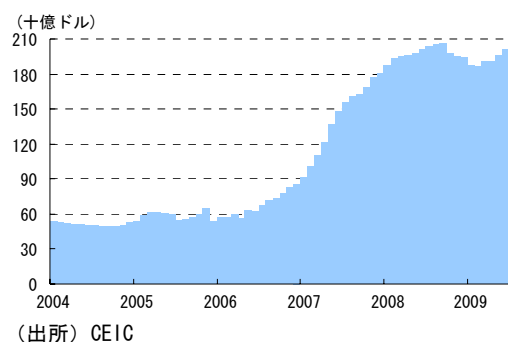
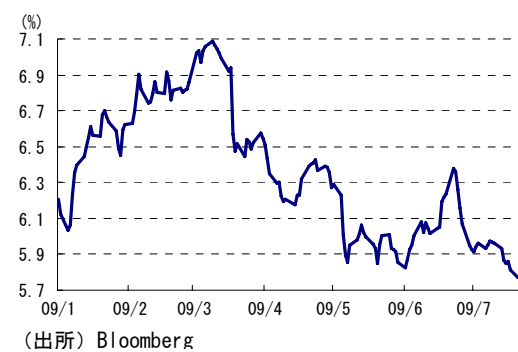


図 18 長期金利の推移(10 年債利回り)



以 上