



ブラジル経済事情：内需の底堅さと中国需要が押し上げ

～増勢が続いた中国需要に陰りはあるも、年後半は内需主導の回復が続き通年ゼロ成長も視野に～

発表日：2009年9月16日（水）

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）

- 世界金融危機は、内需主導で成長を遂げてきたブラジル経済にも大きな影響を及ぼしたが、減税を柱とする内需喚起策や大幅な利下げなどを通じ、足元では個人消費など内需に勢いが戻っている。4-6月期の実質GDP成長率は前期比+1.9%と、前期まで2四半期連続のマイナス成長から脱却。中国の旺盛な資源需要を背景に輸出も急回復し、内外需双方で景気が押し上げられた。なお、7月以降は政策変更のためか、中国向け輸出に陰りがみられ、主要輸出先であるEUや米国の景気回復も緩やかと予想されることから、年後半の外需は回復感の乏しい展開が予想される。一方、政府は年内は景気刺激姿勢を継続するとみられ、内需を中心とした底堅い回復が続くと思われる。
- 金融当局は、世界金融危機直後もインフレを懸念し引き締め姿勢を続けたが、昨年12月に方向転換し、累計500bpもの利下げを実施した。市中のマネーは大幅に拡大しているものの、足元の物価は落ち着いており、消費の押し上げに寄与している。また、依然として内外金利差が大きいことや、春先以降の商品市況の上昇を受けた高成長期待から投資資金が流入しており、対外ファンダメンタルズはより強固になっている。
- 一方、投資資金の流入により通貨レアルは為替高が続いており、当局は輸出産業への悪影響の懸念から為替介入を行っているともみられ、足元の外貨準備は再び2000億ドルを突破している。なお、政府は外貨準備のドル偏重是正の姿勢を示しており、SDR建のIMF債購入や、アルゼンチンとの間で現地通貨での貿易決済実施などに舵を切っている。
- 政府は、2009年の経済成長率の見通しを前年比+1.0%とする強気の予想を据え置いており、景気刺激策を年内で閉める「出口戦略」を模索する姿勢も窺われる。多くの国際機関が、2009年の経済成長率をマイナスと予想する中、当研究所も同様の見方をしてきたが、4-6月期のGDP成長率が想定以上に急回復したことを受け、年後半も内需主導で底堅い回復が続くとみられることから、通年でゼロ成長近傍までの回復が予想される。

《景気刺激策による底堅い内需と中国向け輸出が牽引役となり、4-6 月期は3 四半期ぶり前期比プラス成長》

- 昨秋の世界金融危機は、それまで高成長を続けてきたブラジル経済にも悪影響を及ぼしたが、その後の財政・金融両面からの景気刺激策を足掛かりに、内需は回復感を強めている。さらに、中国の旺盛な資源需要を牽引役に輸出が景気を押し上げ、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比（季調済）+1.9%と、前期（同▲1.0%）まで2 四半期連続で続いたマイナス成長から脱却した（[図1](#)）。前年同期比でも▲1.2%と前期（同▲1.8%）からマイナス幅は縮小している。昨年 12 月から時限措置で実施している自動車や家電、建築資材などに対する工業製品税（IPI）減税、個人所得税や金融取引税の減税策のほか、金融当局による累計 500bp もの利下げも奏功し、モータリゼーションを背景に近年大幅な伸びが続いてきた自家用車の販売は再び回復している（[図2](#)）。また、年明け以降の株価の急回復も消費マインドの改善に繋がったとみられ（[図3](#)）、小売売上高は春先を底に改善が続き、4-6 月期の個人消費は前期比で+2.1%と前期（同+0.6%）から大幅に回復した。
- また、中国の内需喚起策に伴う旺盛な資源需要を背景に、年明け以降中国向けを牽引役に輸出額が急回復し（[図5](#)）、4-6 月期の輸出は前期比+14.1%と前期（同▲15.8%）から大きく反転したことも景気を大きく押

し上げた。こうした内・外需双方の回復によって生産もV字型で持ち直すなど（図6）、景気は最悪期を脱して底離れを果たしている。輸出に関しては、中国政府が戦略的観点から前半まで資源備蓄を進めていたが、7月以降はその反動で減少に転じている。同国は1980年代の通貨危機時に比べて米国との関係が薄まり、これまでEUやメルコスール諸国との繋がりを強めてきたが、今年は特に中国向けの輸出比率が急拡大している（図7）。同国の輸出はGDP比1割台で新興国の中では輸出依存度が低いものの、先行きの外需は欧州景気の回復は鈍いと予想され、中国の資源需要にも陰りが生じ始めたことで、回復のスピードはやや緩やかになると予想される。

- 同国の景気回復が好感され、海外から底堅い直接投資の流入が続いており（図8）、企業の設備投資への貢献が期待される。さらに、政府が掲げる「成長加速化戦略（PAC）」に基づくインフラ開発を中心とする公共事業や社会保障政策の拡充に伴う歳出拡大が続いており、これらが年後半の景気を下支えすると期待される。また、景気の底離れに伴い、世界金融危機後に急速に悪化していた雇用・所得環境にも底打ち感が高まっており（図9）、個人消費など内需の拡大を促すと期待される。資源国という特性もあり、先行きの景気が欧米先進国の需要動向に依存することは他の新興国と同様であるものの、国内の金融・雇用環境の改善により内需は回復力を高めており、底堅い成長持続が期待されよう。

図1 実質GDP成長率の推移(前期比/季調済)

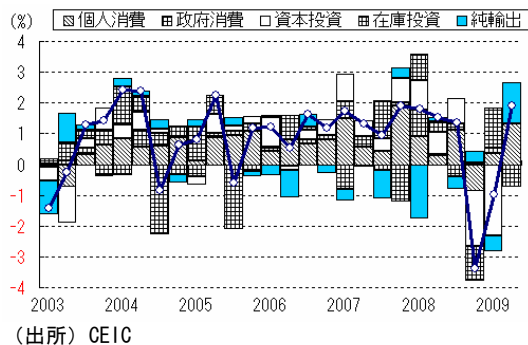


図3 株式相場の推移(ボブスバ指数)



図5 中国・香港向け輸出額の推移

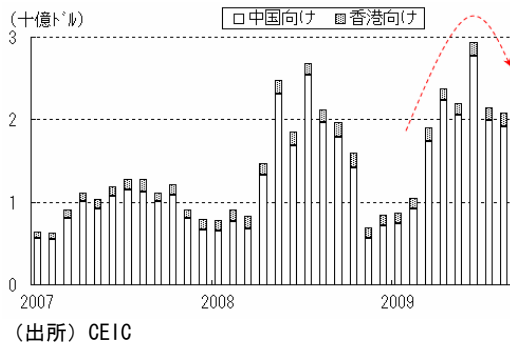


図2 自家用車販売台数の推移(前年比)

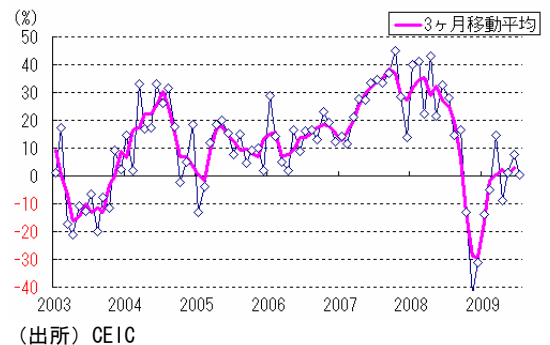


図4 小売売上高の推移(前年比)

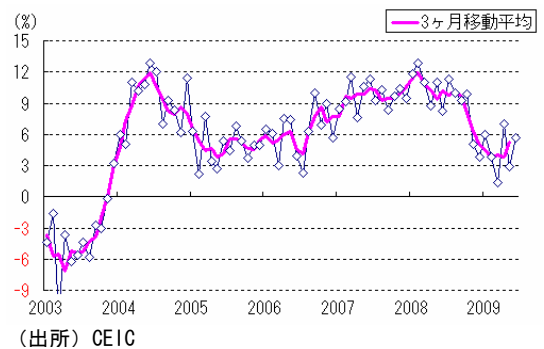


図6 鉱工業生産の推移(前年比)

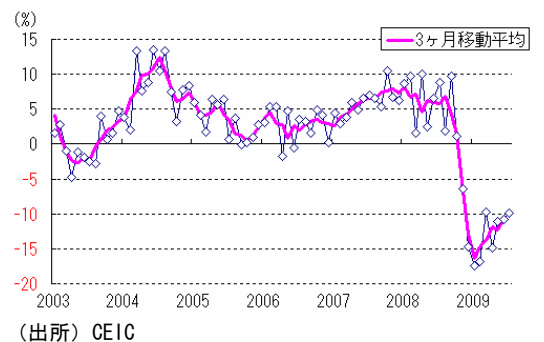


図7 地域別輸出比率の推移

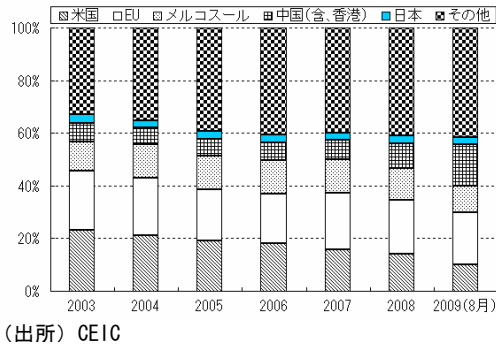


図8 直接投資流入額の推移

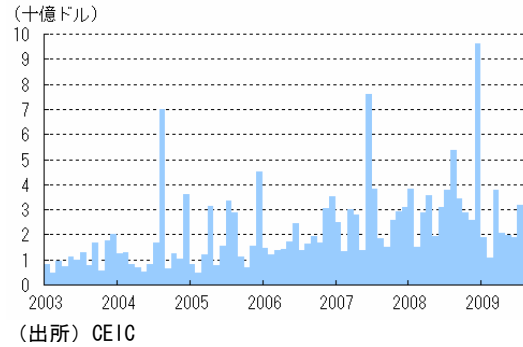
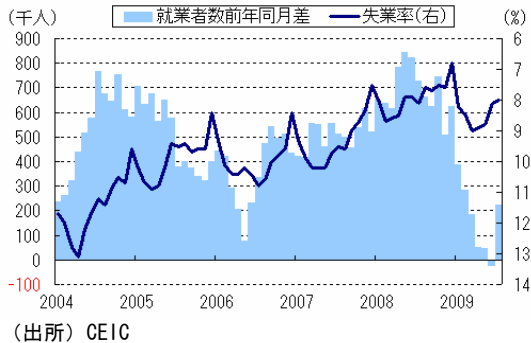


図9 雇用環境の推移



《インフレ圧力は依然弱く内需の押し上げに寄与。年後半も堅調な回復が続き、通年の成長率はゼロ近傍へ》

- 世界金融危機直後、金融当局がインフレの高止まりを警戒して政策金利を据え置いたことは、景気減速を招く要因に繋がった。しかし、商品市況急騰の影響が薄れた年明け直後から累計 500bp の利下げを実施し、金融緩和に大きく舵を切った（[図 10](#)）。結果、市中に十分な流動性が供給されたほか、個人消費など内需も回復したことで、国内信用も拡大している（[図 11](#)）。一方、8 月の消費者物価は昨年の商品市況急騰の反動もあり、前年同月比+4.4%と前月（同+4.5%）から低下しており（[図 12](#)）、前月比でも+0.2%と落ち着いている。こうした物価の安定も内需の押し上げに寄与していると考えられる。なお、春先以降は原油などの商品市況が上昇しており、年末に向けてインフレ率は上昇する見込みだが、当局の定めるインフレターゲット（2.5～6.5%）の範囲内に収まると予想される。
- 足元では、中国向け輸出に陰りが出始めたことで輸出全体でも頭打ち感が強まっている。先行きは主要輸出先である EU や米国などの先進国の景気に左右されるとみられるが、足元では底打ち感が強まっているものの、依然として不透明感が残っており、回復感に乏しい推移が予想される。同国は元来、輸出の過半を完成品が占める南米有数の工業国であったが、世界的な資源需要の拡大に伴い、今年 8 月の時点では 1 次産品の割合が完成品を上回っている。こうしたことを受けて輸出は底堅い推移が続き、貿易黒字は足元でも拡大基調が続いている（[図 13](#)）。しかし、石油公社（ペトロブラス）やヴァーレを除くと主要企業の多くが外資企業であり、さらに利子・配当所得の流出規模が大きいことから、経常収支は赤字基調が続いている（[図 14](#)）。同国は海外からの証券投資が経常赤字をファイナンスする構造にあり、世界金融危機後は大幅に流出する局面もあったが、足元では世界経済の底打ちによるリスクマネーの活発化で再び流入が増加している（[図 15](#)）。
- 累計 500bp もの大幅利下げを行ったものの、現状の政策金利は 8.75%で依然として内外金利差が大きいことや、堅調な同国経済を背景に投資資金の流入が続いており、さらにリスクマネーの活性化もあり、通貨レアル高の基調が続いている（[図 16](#)）。しかし、製造業を中心とする輸出産業への悪影響の懸念から、金融当局はレアル売り（米ドル買い）の為替介入を行っていると考えられ、資金流入と相俟って足元では急激に外貨準備が積み上がっている（[図 17](#)）。なお、政府は米ドルに偏った外貨準備の多様化の観点から、SDR（特別引出

権) 建の IMF 債 100 億ドル分を購入するほか、外貨準備を積み増すべく IMF から 39 億ドル相当の SDR を引き受けている。また、主要株式相場のボブスパ指数はペトロプラスとヴァーレの構成比が高く、原油など資源価格の動向に左右され易いため、春先以降の原油価格上昇に伴い株価も上昇基調を強めている (図 18)。政府は今年度予算で歳出拡大による景気刺激策を打ち出しているが、プライマリー黒字の確保など健全な財政運営を志向していること、また、これまでの大胆な利下げの影響もあり、長期金利は下落基調が続いている (図 19)。

- 政府は、4-6 月期の GDP 統計が予想以上の伸びとなったことを踏まえ、7-9 月期以降も堅調な回復が続くとの見通しを示し、2009 年の経済成長率は前年比+1.0%と 6 月時点の見通しを堅持している。なお、景気刺激策は年内に大半が終了するとの見解を示した上で、さらなる歳出拡大については言及を避けており、出口戦略を模索する動きが強まっている。国際機関では、IMF が最新の見通しで 2009 年の経済成長率を前年比▲1.3%で据え置いているほか、OECD は最新の「経済報告」で 2009 年の成長率見通しを同▲0.8%とするなど多くの機関でマイナスの見通しとなっている。年後半は輸出の回復が緩やかになる可能性が高いものの、個人消費など底堅い内需が続くと見込まれることや、政府の公共投資が円滑に進捗することによる押し上げ効果も期待される。当研究所では、2009 年通年の経済成長率は前年比▲1.3%程度とみてきたが、同ゼロ%程度まで押し上げられる可能性が高まっていると考える。

図 10 政策金利の推移

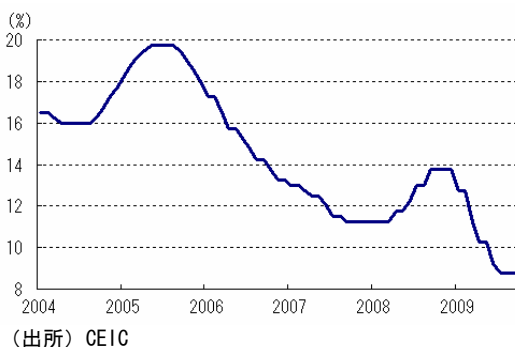


図 11 M3 と国内信用の推移(前年比)

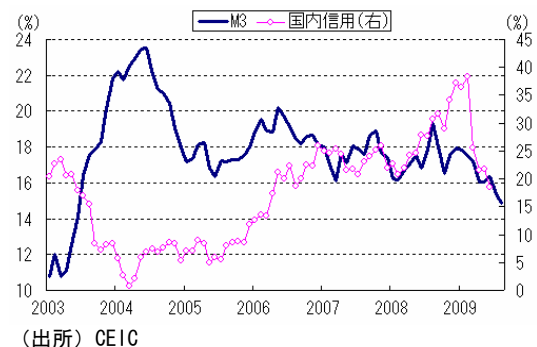


図 12 消費者物価の推移(前年比)

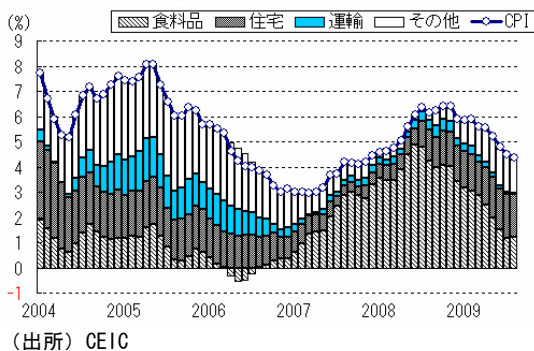


図 13 輸出入の推移(前年比)

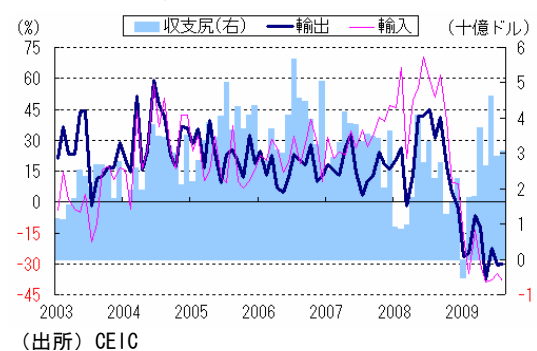


図 14 経常収支の推移

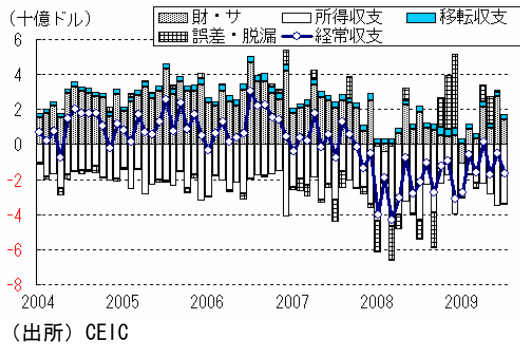


図 15 証券投資流入額の推移

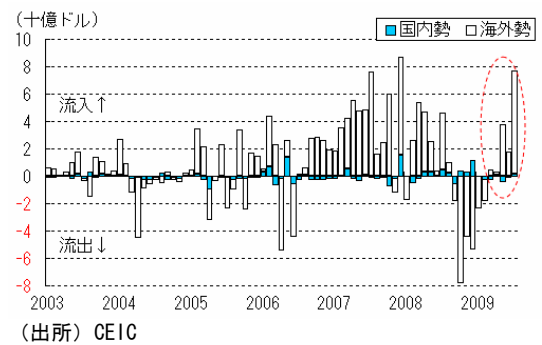


図 16 為替相場の推移



図 17 外貨準備高の推移

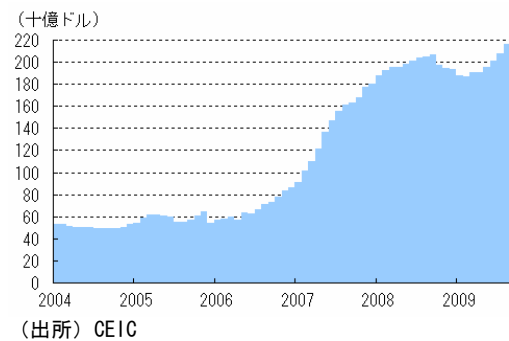
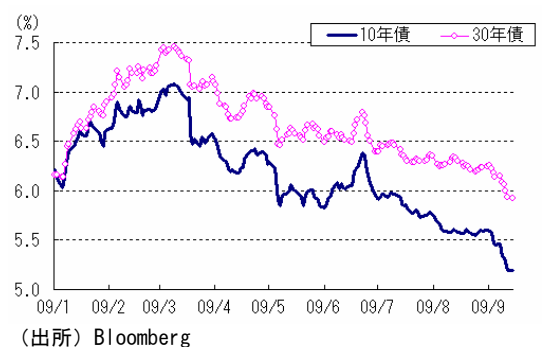


図 18 株式相場の推移(ボベスパ指数)



図 19 長期金利の推移(国債利回り)



以 上