



ブラジル経済事情：景気が底離れする中、五輪招致は追い風

～内需は堅調さが続くも跛行色が残る。財政と景気のバランスが中長期的な課題～

発表日：2009年10月22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）

- 今月初め、2016年の夏季五輪開催地がリオデジャネイロに決定した。このことはブラジル経済にとり、2014年のサッカーW杯に続く国際大会の開催を意味し、大規模投資の実施に伴う景気の押し上げが期待される。世界金融危機の影響で昨年10-12月期以降、2四半期連続で前期比マイナス成長に陥った同国だが、景気回復が進む中国の資源需要で外需が牽引され、さらに昨年末から実施された景気対策や今年1月以降の金融緩和で内需にも力強さが戻り、4-6月期にはプラス成長となった。ただし、足元の内需は家計部門が底堅く推移する一方で企業部門は依然力強さに乏しく、自律回復の循環は道半ばである。さらに、外需の回復も足元では一服感が出ており、今後の景気も内需が鍵を握ることになる。来年の大統領選挙を控え、さらなる景気対策を打ち出す可能性もあり、緩やかながら堅調な景気回復が続くと予想される。
- 積極的な金融緩和で足元では資金供給量の伸びは高止まりが続いているが、レアル高による輸入物価抑制でインフレ圧力は遠のいており、21日の金融政策委員会でも政策金利は据え置かれ、当面は現行水準での緩和姿勢が続くとみられる。同国経済は外需依存度が低く、事前には世界金融危機による影響は軽微とみられたが、近年は経常赤字続きで海外からの資金流入に投資を依存する体質が課題となっている。なお、春先以降の世界経済の底打ちでリスクマネーの動きが再び活発化する中、高成長と内外金利差への期待から資金流入が回帰し、対外ファンダメンタルズは強固さを増している。ただし、財政面では歳出改革などが進んでおらず、インフラ投資などの歳出増圧力が強まる中で、構造的な財政の脆弱さが課題となろう。
- 国際金融市場でのドル離れが強まる中、内外金利差を狙った外国人投資家による資金流入が相次ぎ、足元ではレアル高圧力が強まっている。当局は積極的なレアル売り介入を実施してきたが、19日には外国人投資家に対する金融取引税の実施を決定したほか、追加的なレアル高対策を打ち出す方針を明らかにしており、短期的には影響が懸念される。ただし、依然として大きな内外金利差、成長期待を鑑みれば、海外からの資金流入圧力が掛かり易い状況が続くであろう。また、商品市況の上昇や国内景気の回復による企業の業績改善が相次いだことで株式相場も上昇基調を強めている。
- 政府は先行きも安定的な成長が続くとの見通しを示し、2009年通年でプラス成長を確保、来年は前年比+5.0%を上回る成長を達成するとしている。また、2014年のW杯、2016年の夏季五輪実施に向けて最大でGDP比4%程度のインフラ投資を行う必要があることから、これらが円滑な進捗が景気押し上げに繋がる上、潜在成長率の向上も期待される。ただし、財政面でのボトルネックが懸念される上、過去の五輪開催国の例では財政負担が当初予想から大きく膨らむ傾向にある。中長期的な潜在成長率の向上というプラスの側面のみならず、今後は財政構造改革に着手出来るが否かが注目点になるであろう。

《危機は乗り切るも自律回復へ道半ば。五輪招致を梃子に大統領選に向けて財政拡大で景気下支え継続も》

- 10月2日、デンマークのコペンハーゲンで開催されたIOC（国際五輪委員会）総会で2016年の夏季五輪の開催地がリオデジャネイロに決定された。同国での五輪開催は南米大陸初であり、これまで多くの国が五輪開催を足掛かりに経済成長を促進させてきたことから、同国経済が新たな発展段階に入る足掛かりになることが期待される。同国は2014年のサッカーW杯に続き、国際大会の招致に成功したことで今後数年間に亘り競技施設や輸送インフラ、観光インフラなど大規模投資が必要となるため、景気の押し上げが期待されよう。
- 世界金融危機後に景気は急降下し、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲12.8%（季調済）と大幅なマイナスに陥り、今年1-3月期も同▲3.8%と2四半期連続でのマイナス成長が続くなど2003年以来のリセ

ッションに陥った。しかし、春先以降中国を中心にアジア諸国で景気の底打ちが進み、中国の旺盛な資源需要を背景に輸出が急回復を遂げたことで景気は大きく牽引された。また、政府が昨年 12 月に実施した景気対策や、金融当局も今年 1 月以降に大胆な利下げを実施するなど内需喚起を図ったことで、4-6 月期には前期比年率+7.8%となるなど景気は急回復を遂げている（図 1）。

- その後も新車購入に対する工業製品税（IPI）減税を 9 月まで期限延長したことで、自家用車を中心に新車販売台数は回復基調が続いており（図 2）、足元の個人消費の底堅さを裏付けている。また、個人消費の底堅さは自動車など耐久消費財を除く日用品などでもみられ、小売売上高も底離れが進んでおり（図 3）、人口 2 億人弱の大市場を背景に堅調な推移がみられる。また、今年 1 月から 7 月までの間に累計 500bp もの利下げが行われた結果家計の利払い負担が軽減し、政府も低所得者層向けの住宅開発を行っており、足元では再び住宅建設が盛り上がり（図 4）、家計部門を中心とする消費や投資が景気を牽引している。一方、自動車販売のうち商用車が必ずしも伸びていないことにも現れているが、企業部門の設備投資意欲は依然回復しておらず、未だ消費が投資を押し上げる自律回復の循環には至っていない。
- 年前半に輸出総額を大きく押し上げた中国向け輸出は、足元では中国政府が資源買い付けに関する政策転換を行ったことで勢いを失いつつある（図 5）。輸出総額も、昨年の商品市況急騰の反動が下押し圧力となっていることから、依然として前年比約 3 割減の水準で推移している（図 6）。春先から商品市況が再び上昇基調を強めていることに加え、世界経済の底離れが進むことで先行きは回復が進むと予想される。ただし、前年並みの水準に回復するには時間を要するとみられるため、当面の景気は内需の動向が鍵を握る状況が続くと予想される。
- 個人消費など堅調な内需を背景に鉱工業生産は年初を底に回復感を強めており（図 7）、足元の景気は昨秋以降の経済・金融危機の影響から脱したと考えることが出来る。なお、時限措置の IPI 減税は 9 月末で終了したため、10 月以降にはその反動が懸念されるものの、来年の大統領選挙を控える中、政府は「成長加速化戦略（PAC）」に基づくインフラ開発を拡大させるほか、貧困層向け給付金の「ボルサ・ファミリア」拡充により景気下支えを図る可能性が高まっている。当面は政府の景気刺激姿勢が続くことで堅調な内需が景気を牽引し、緩やかな回復が続くと予想される。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前期比/季調済)

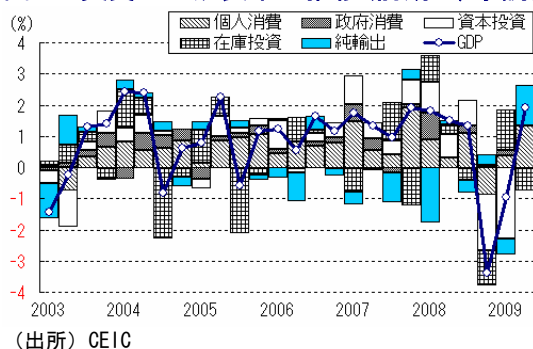


図 2 自動車販売台数の推移(前年比)

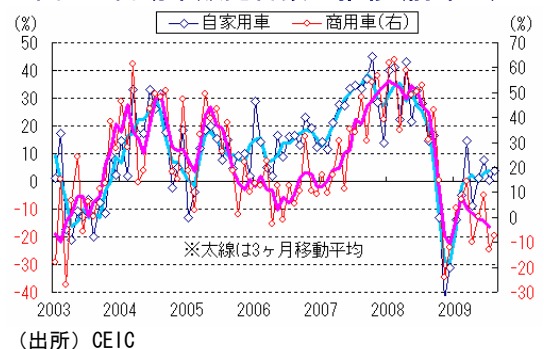


図3 実質小売売上高の推移(前年比)

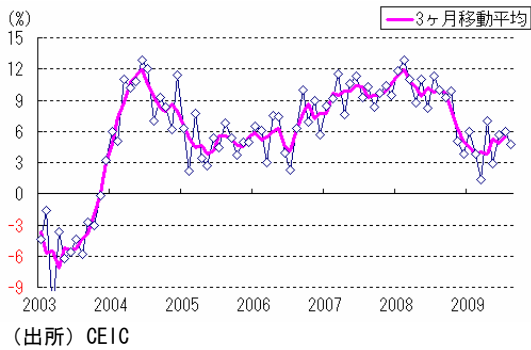


図4 住宅建設着工件数の推移(前年比)

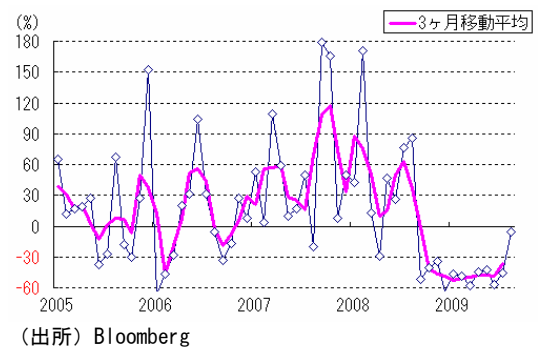


図5 中国・香港向け輸出額の推移

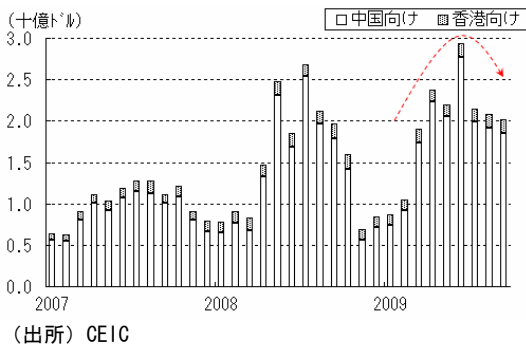


図6 輸出入の推移(前年比)

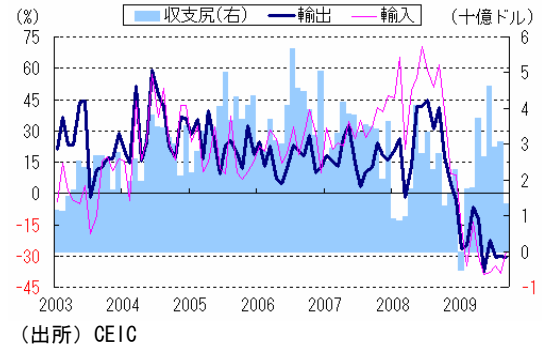
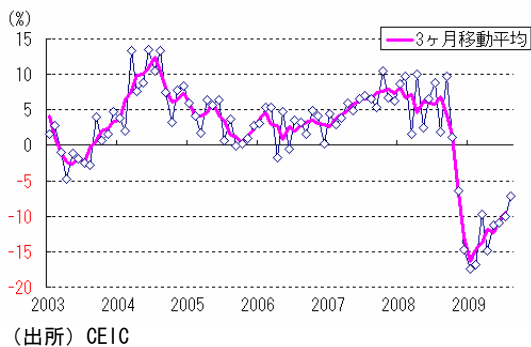


図7 鉱工業生産の推移(前年比)



「インフレ懸念小さく緩和姿勢を継続。今後の焦点は中長期的な潜在成長性の引き上げと財政の強化の両立」

- 昨秋以降、金融当局が金融安定化に向けて流動性不足懸念を払拭すべく大胆な利下げを柱とする積極的な緩和姿勢を強めたことで、市中の資金供給量は依然高い伸びが続いている（図8）。また、昨年末まで続いた金融引き締めで家計をはじめ借入が大きく抑制されてきたが、金融機関の貸出態度が緩和する動きがみられた結果、国内信用の伸びも高止まりが続いている。こうした状況にも拘らず、9月の消費者物価は前年同月比+4.3%と昨年の商品市況急騰の反動で低位に留まっており（図9）、前月比も+0.2%と落ち着いている。足元では国内景気の底打ちを背景に雇用・所得環境の悪化に歯止めが掛かっているが（図10）、年明け以降のリアル高により輸入物価が抑えられたことが影響している（図11）。国際金融市場での米ドル回避の動きが続くことでリアル高圧力が続くことで物価は当面落ち着いた推移が期待される。こうした状況を反映し、21日にブラジル中央銀行は定例の金融政策委員会で政策金利を3回連続で8.75%に据え置く決定を行っている（図12）。今回の決定に際しては、先行きの生産の鈍化の可能性を考慮しつつ、金融緩和にも拘らずインフレ圧力が高まる可能性は低いとの見方を示しており、当面は現行水準での緩和姿勢が続けられるとみられる。
- 同国経済は輸出のGDP比が1割強程度と近年新興国として注目を集めたBRICs諸国の中でも外需依存度が低く、世界金融危機の影響を受け難いと考えられてきた。しかし、同国は資源国にも拘らず近年は内需拡大による輸

入増により経常収支は赤字基調が続くなど（[図 13](#)）、慢性的な投資不足にあった。経常赤字のファイナンスを海外からの投資資金に依存、中でも欧州系金融機関の証券投資が多かったことで、金融危機による信用収縮が悪影響をもたらした。しかし、春先以降は新興国を中心に景気の底打ちが進んだことでリスクマネーの動きが再び活発化し、外国人投資家による資金流入が続いている（[図 14](#)）。さらに、堅調な景気回復の続く巨大市場を狙って直接投資も順調に流入しており（[図 15](#)）、外貨準備高は 9 月末時点で 2,216 億ドルに達するなど対外ファンダメンタルズは強固さを増している（[図 16](#)）。

- ルラ政権下での健全な財政運営が同国の国際的信認を高めたとされる。しかし、財政状況の好転には、過去数年の商品市況上昇に伴う好景気で歳入の伸びが歳出を上回り財政収支が改善した寄与が大きく、実際には長年の課題である歳出改革には手が付いていない。足元では景気低迷で歳入が大きく低下する中、景気対策に伴う歳出拡大によって財政状況は急速に悪化している（[図 17](#)）。政府は政策目標であるプライマリーバランスについて、今年度は実質的に GDP 比 2.0%程度まで緩める方針を示し、景気刺激策を打ってきたが、年前半の景気悪化による歳入減少で同 1.5%程度落ち込む可能性を指摘するなど、予想以上の財政悪化となっている。6 月末時点の公的債務残高（グロス）は GDP 比 7 割弱と高水準であり（[図 18](#)）、今年の通年の実質経済成長率が前年比ゼロ近傍に留まるとみられることから、年末にかけてこの比率が一段と高まると予想される。なお、財務相は 2010 年のプライマリーバランスの改善を目指す方針を示唆しているが、来年の成長率が前年比 +5.0%を上回ることを前提としており、大統領選を控える状況下での歳出改革にも疑問が多い。政策金利の引き上げが当面ないとみられることで長期金利は低下し続けているが（[図 19](#)）、五輪実施までに最大で GDP 比 4%程度のインフラ開発を行う必要性が指摘されており、中長期的に財政健全化への手立ては避けて通れない課題となろう。
- なお、国際金融市場での米ドル回避の動きが強まる中、内外金利差の大きさを狙った外国人投資家の旺盛な資金流入で通貨レアル高圧力が一段と強まっている（[図 20](#)）。輸出依存度は決して高くないものの、資源をはじめとする輸出の増加が同国経済を牽引してきたため、輸出への悪影響が懸念される自国通貨高を忌避する動きが強まり、金融当局はレアル売り（米ドル買い）介入を行ってきた。その後政府は 19 日、外国人投資家によるレアル建債券及び国内株式の購入に一律 2%の金融取引税（IOF）を課税する方針を明らかにしたほか、金融当局もレアル高対策を講じる方針を示すなど、短期的にはレアル高圧力が弱まる可能性がある。ただし、根本的原因の金利差が残る状況ではその影響は限定的なものに留まると思われる。
- また、春先以降の資源価格の上昇で資源関連企業を中心に業績改善が進んだことで主要株式指数のボヘスバは大きく改善が進んでいるが、足元では国内景気の回復で幅広い業種での業績改善が期待され、上昇基調を強めている（[図 21](#)）。特に、今月初めの 2016 年の夏季五輪の決定は、中長期的なインフラ開発が必要とされることで景気の押し上げが連想され、国内外の投資家による買いを生んだ。なお、9 月の売買をみると国内の個人投資家の売買比率が 3 割を上回っており（[図 22](#)）、資産効果となって堅調な個人消費を支える材料になったと考えられる。外国人投資家に対する IOF 再導入で上昇の度合いは鈍る可能性があるが、昨年同法を導入した際にも短期的な影響に留まったことを鑑みれば、先行きの景気回復を期待する投資家の資金流入が続くとみられ、堅調な推移が期待されよう。
- 政府は先行きの同国経済について安定的な成長が続くとの見通しを示しており、2009 年通年ではプラス成長を確保し、来年には前年比 +5.0%を上回る成長を達成するとしている。また、2014 年の W 杯、2016 年の夏季五輪実施に向けて最大で GDP 比 4%程度のインフラ投資を行う必要があるとされ、これらが円滑に進捗すれば景気の押し上げに繋がるほか、潜在成長率の向上も期待されよう。ただし、前述している通りこれらの円滑な進捗には財政面での手当が不可欠であり、過去の五輪開催国の例では財政負担が当初予想から大きく膨らむ傾

向にある。こうしたことから、中長期的にみた潜在成長率の向上というプラスの側面のみならず、本格的な財政改革への着手が焦点になるであろう。

図8 M3と国内信用の推移(前年比)

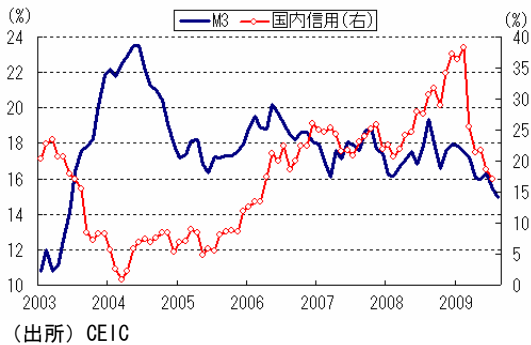


図9 消費者物価の推移(前年比)

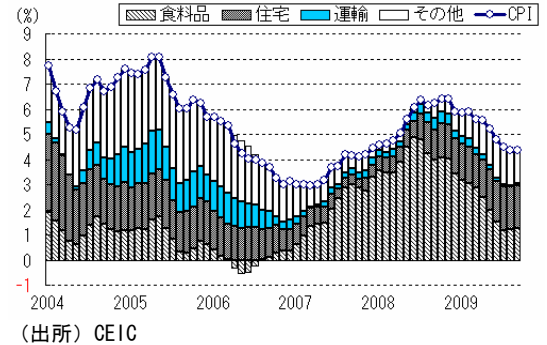


図10 雇用環境の推移

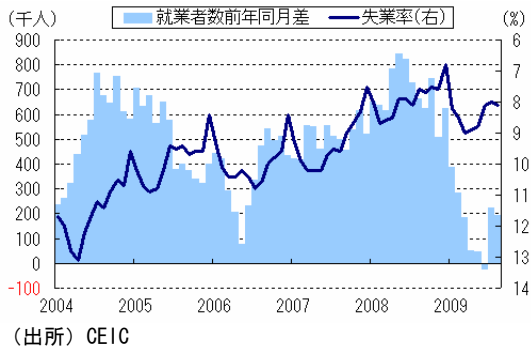


図11 為替相場の推移



図12 政策金利の推移

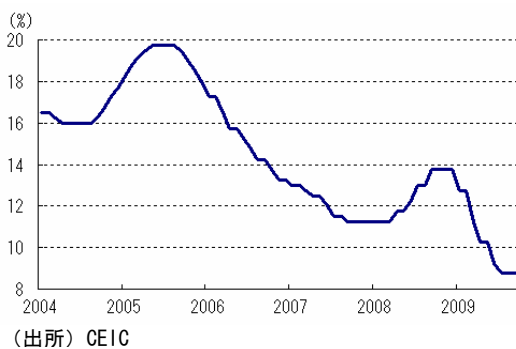


図13 経常収支の推移

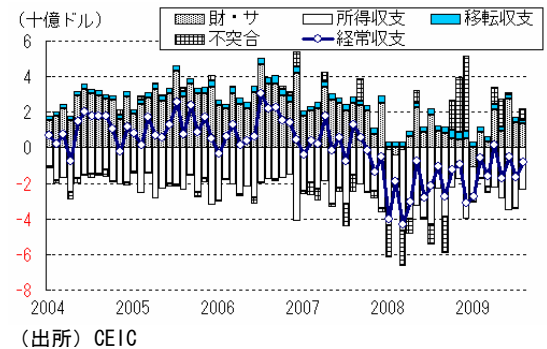


図14 証券投資流出入額の推移

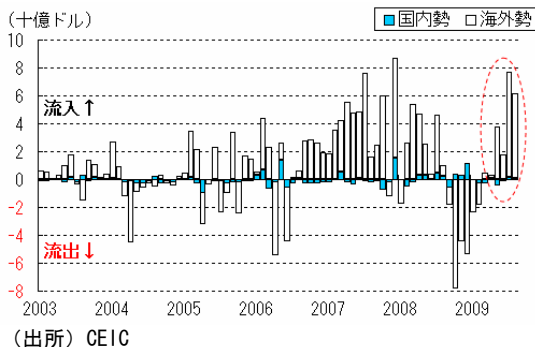


図15 直接投資流入額の推移

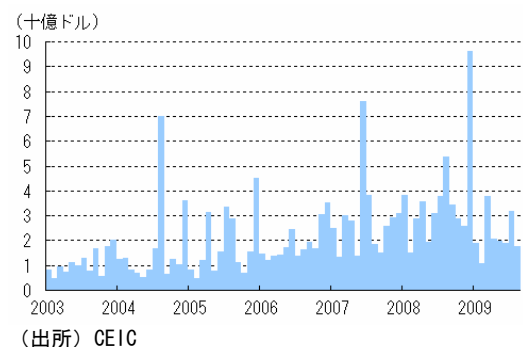


図 16 外貨準備高の推移

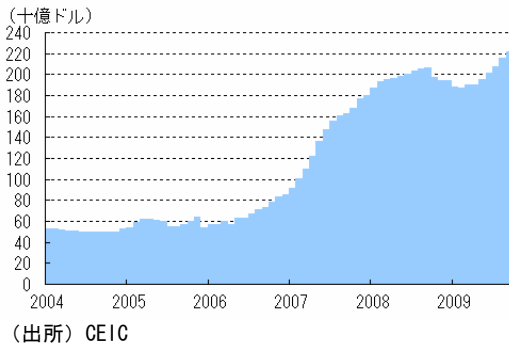


図 18 公的債務残高の推移

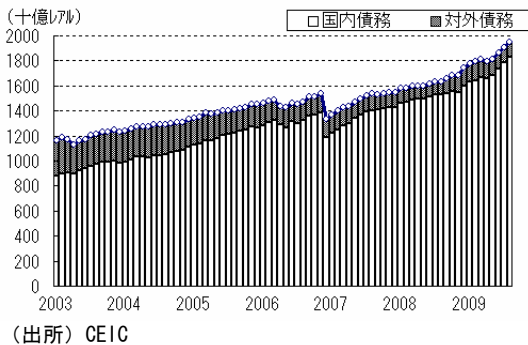


図 20 為替相場の推移



図 22 投資家種類別売買比率 (2009 年 9 月)

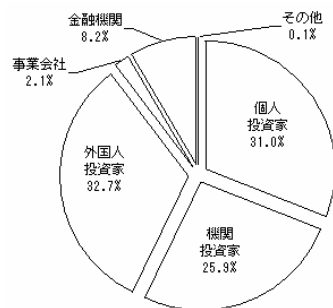


図 17 財政収支の推移 (前年比)

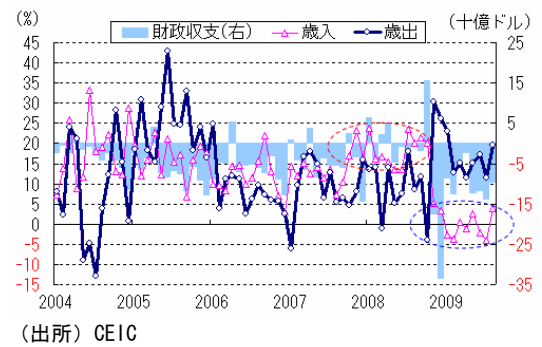


図 19 長期金利の推移 (国債利回り)

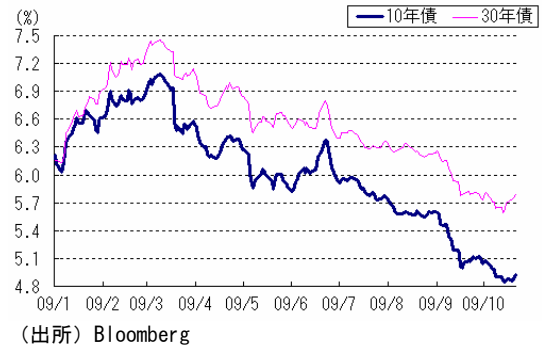


図 21 株式相場の推移 (ボベスパ指数)



以上