

ブラジル経済事情：内需主導で堅調な回復が続く

～7-9月期の成長率は前期比+1.3%、追加景気対策も出され堅調な景気拡大が続く見通し～

発表日：2009年12月11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)

- 2016年の五輪招致成功により注目が高まるブラジルだが、7-9月期の実質GDP成長率は前期比+1.3%と市場予想を下回ったものの、前期（同+1.1%）から伸びが拡大しており、景気回復が進んでいる。特に、近年の同国経済を牽引してきた個人消費などの内需は、金融緩和や景気対策によって再び堅調な拡大を続けており、製造業を中心に生産も金融危機前の水準に近づくほどの回復が進んでいる。
- 金融当局は今年初め以降金融緩和を進めてきたが、依然内外金利差の大きさに着目した海外資金の流入が続いており、資金供給量は大きく上振れしている。しかし、インフレ率は当局の目標域に留まっており、景気刺激の観点から当面は金融緩和が続くと考えられる。同国は貿易黒字である一方、経常赤字を抱える資源国特有の国際収支構造にあるが、これは海外資金の流入でファイナンスされており、外貨準備も過去最高に達するなど国際的信用力は高まっている。
- ルラ政権による財政健全化が評価されているが、近年の資源高による歳入の伸びの影響が大きく、左派政権ゆえに歳出改革は進んでいない。実際、昨年末以降の景気悪化で財政状況は急速に悪化している。9日に政府は追加景気対策を打ち出したが、2大イベントに向けたインフラ投資も必要となることから、財政が同国経済にとって重石になることが懸念されよう。
- 国際金融市場での米ドル離れが続く中、高成長が期待される同国への資金流入が続いており、通貨レアル高基調が続いている。10月の金融取引税（IOF）導入などにより足元では上昇ペースは弱まっているが、内外金利差の大きさなどで流入圧力は続くと予想される。また、春先以降の資源価格上昇による企業業績好転で株式相場も大きく上昇した。政府によるIOF導入など外国人投資家を対象にした資金流入抑制策が出されたが、株価は強含みの推移が続いている。経常赤字を抱える中、投資を海外資金に依存せざるを得ない構造は変わっておらず、中長期資金の受入を考慮した適切な対応が求められよう。
- 政府は今後も堅調な景気拡大を続けるべく、さらなる財政支出拡大を計画しており、2009年通年の成長率は若干のプラス成長を確保、2010年には前年比+5%を目指している。一方、国際機関ではIMFは2009年の成長率を同▲0.7%、2010年は同+3.5%とし、OECDは2009年を同0.0%、2010年を同+4.8%とみている。当研究所では、2009年の成長率は前年比ゼロ近傍に留まるものの、2010年には同+4%の堅調な成長が続くと予想している。

《7-9月期成長率は事前予想を下回るも、内需主導による景気拡大の持続を確認》

- 世界経済の底打ちが鮮明になる中、ブラジルの高成長への期待が一段と高まっている。特に、同国が2016年の夏季五輪の招致に成功し、これまで五輪開催を期に多くの国が中進国入りを果たしてきたことから、若年人口割合が多く約2億人を擁する市場規模の大きさや、五輪開催に向けて促進が期待されるインフラ投資などと相俟って、中長期的な潜在成長力の高さが同国の魅力となっている。10日に公表された7-9月期の実質GDP成長率は、4-6月期が大きく下方修正されたため、前期比（季調済）+1.3%と事前予想を下回ったものの、前期（同+1.1%（改定値））から伸びは拡大した（[図1](#)）。同国経済を牽引してきた個人消費や資本投資など内需は堅調であったが、輸出の伸びが鈍化したことで純輸出の成長率寄与度はマイナスに転じた。なお、前年同期比も▲1.2%と前期（同▲1.6%）からマイナス幅が縮小し、景気の底離れを果たしている。
- 政府は、昨年12月に期限付き措置として自動車や家電製品などの購入に対する工業製品税（IPI）を引き下

げたが、その後の度重なる延長措置によって自動車販売台数は大幅に上振れしており（図2）、個人消費を牽引している（図3）。また、鉱物資源関連産業に留まらず、南米一の巨大市場を目指して海外からの直接投資も堅調に流入しており（図4）、設備投資は再び勢いを取り戻している。さらに、金融緩和によって家計部門による住宅投資も盛んになるなど、堅調な内需回復が続いている。

- 年明け直後は中国（含、香港）向け輸出が牽引して輸出が急回復したものの、中国政府による資源調達政策の転換により年央を境に減少に転じている（図5）。足元では欧米の景気底打ちに伴い輸出は緩やかな回復が続いているものの、依然金融危機前のピークを大幅に下回る水準にあり、一方で堅調な内需やレアル高により輸入の回復が進んでおり（図6）、貿易黒字は縮小している（図7）。
- 堅調な内需と、緩やかな輸出の回復を背景に生産は底離れが進んでおり、今年1月を境に前月比プラスで推移し続けている（図8）。足元では中国向けの頭打ちで鉱業部門の生産水準はピークを大きく下回る状況が続いているが、製造業は金融危機前の水準にほぼ近付いており、内需が生産回復を牽引している。また、生産回復に伴い雇用・所得環境の改善が進んでいることに加えて（図9）、海外資金の流入による株価上昇など（図10）による資産効果も内需を下支えしている。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前期比/季調済)

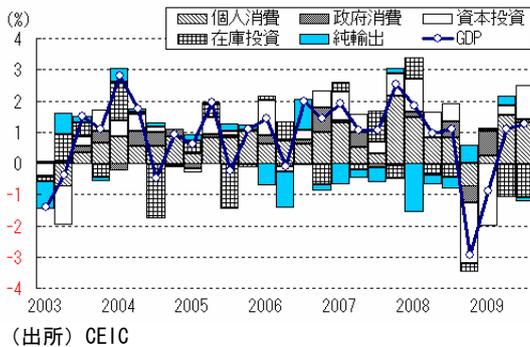


図2 新車登録台数の推移(前年比)

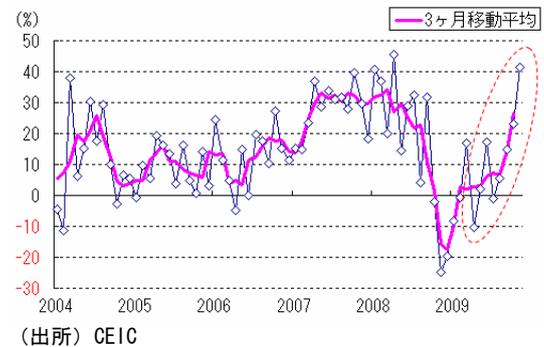


図3 実質小売売上の推移(前年比)

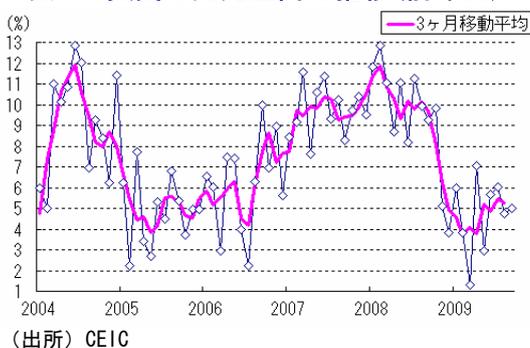


図4 直接投資流入額の推移

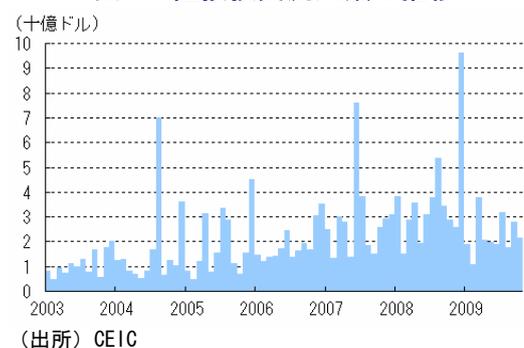


図5 中国・香港向け輸出額の推移

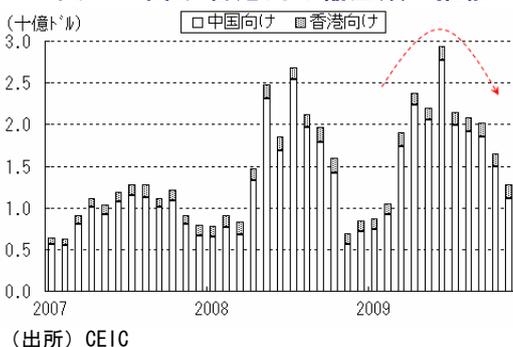


図6 輸出入の推移(前年比)

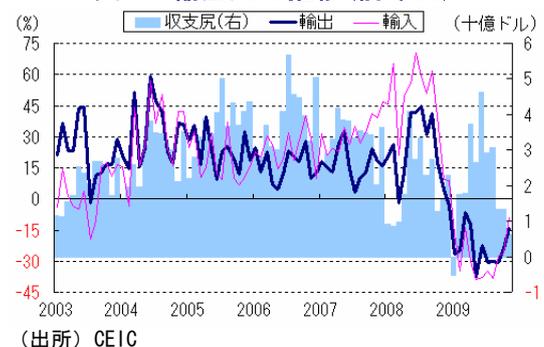


図7 為替相場の推移(USD/BRL)

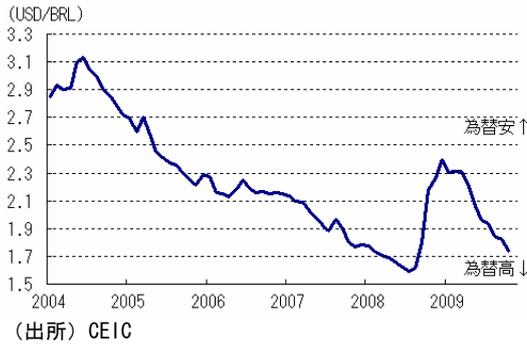


図8 鉱工業生産の推移(前年比)

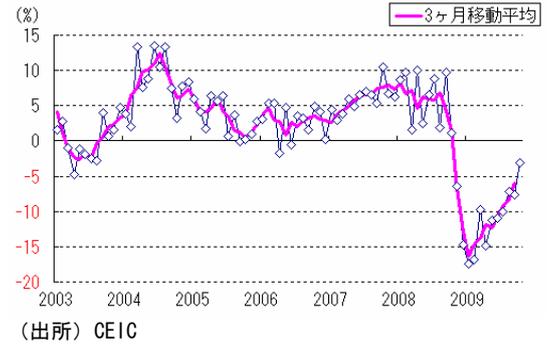


図9 雇用環境の推移

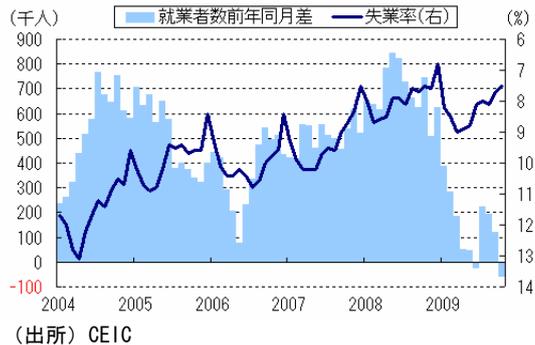


図10 株式相場の推移(ボベスパ指数)



《金融・財政面での景気刺激継続で堅調な景気拡大が続く見通し。今後の課題は財政健全化》

- 金融当局は年明け以降、引き締め姿勢から一転して金融緩和に舵を切り累計 500bp の利下げを行ってきた。9 日の金融政策委員会では、政策金利を 3 回連続で 8.75% に据え置き、金融緩和を続ける方針を明らかにしている (図 11)。しかし、政策金利は世界的にみて高いため内外金利差は依然大きく、海外資金の流入は勢いを増しており (図 12)、資金供給量の伸びが高止まりする一因となっている (図 13)。こうした状況にも拘らず、11 月の消費者物価は前年同月比 +4.2% と昨年の商品市況急騰の反動で当局のインフレ目標 (2.5~6.5%) の範囲内に収まっており、リアル高による輸入物価抑制も物価安定に寄与している (図 14)。当局は委員会後の声明で「足元の生産能力の余剰を勘案すれば、現行水準での金融緩和を継続しても、当面のインフレは穏やかに推移する」との見通しを示しており、金融引き締めには転じるのは早くても来年半ばになると予想される。
- 同国は資源国として貿易黒字を抱える一方、資源関連企業の利益・配当送金により所得収支は大幅赤字が続いており、足元の貿易黒字の縮小もあって経常収支の赤字幅が拡大している (図 15)。ただし、堅調な直接投資に加えて、国際金融市場での米ドル離れによる海外資金の流入により経常赤字はファイナンスされており、外貨準備高は 11 月末時点で約 2,367 億ドルと史上最高に積み上がるなど、対外的な信用力も高まっている (図 16)。同国は 1980 年代に過大な対外債務をきっかけに債務危機に苦しんだ経験を持つが、6 月末時点の対外債務残高は 1,990 億ドルに留まり純債権国となっていることも、信用力向上に繋がっている (図 17)。
- ルラ政権による財政運営が同国の国際的信用を高めたとされるが、これには近年の資源価格上昇による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外的要因も影響している。与党労働党 (PT) は左派政党のために、選挙公約で掲げた「ボルサ・ファミリア」など低所得者給付が重石となって歳出改革は進んでいない。また、昨年末以降の急速な景気悪化で歳入は大幅に落ち込む一方、景気対策に伴う歳出拡大で財政は急速に悪化している (図 18)。政府は政策目標としてプライマリーバランスの黒字化を掲げており、今年度当初は GDP 比 +3.8% の黒字とみていたが、その後は同 +2.0% 程度に緩めており、足元では同 +1.0% まで低下する懸念が出ている。さらに、9 日に政府は追加景気対策を公表し、経済社会開発銀行 (BNDES) を通じ

て向こう 2 ヶ年で 800 億レアル規模の追加融資を行うことに加え、資本財への税制優遇を来年 6 月まで延長する方針を明らかにしており、財政悪化への懸念が一段と高まっている。公的債務残高（グロス値）は 10 月末時点で GDP 比 7 割近くに上り、ネット値でも同 45.7%と新興国の中では比較的高水準にある（**図 19**）。財務相は来年度以降のプライマリーバランスの改善を目指しているが、前提となる 2010 年の経済成長率は前年比 +5.0%と高水準であり、来年 12 月に大統領選挙を迎える中で緊縮財政に舵を切るのは難しいことから、今後の財政運営が国際的信任の重石になることが懸念される。ただし、依然プライマリーバランスの黒字が続く見通しであるため国債増発懸念は他国に比べて小さく、長期金利は低下基調が続いている（**図 20**）。

- 国際金融市場での米ドル離れもあって海外資金の流入圧力が強まり、レアル高が一段と進行した。政府はレアル高による輸出への悪影響を懸念して積極的な為替介入を行ってきたが、十分な効果が挙げられなかった。そこで 10 月には、海外投資家による債券及び株式投資に対して一律で 2%の課税を行う金融取引税（IOF）を導入するなど短期資本の流入規制を図っている。こうした一連の措置が奏功して、足元ではレアル高は一服しているが（**図 21**）、同国の景気拡大期待を背景に、今後も海外資金の流入圧力が続くと予想される。また、春先以降の商品市況の上昇で資源関連銘柄を中心に業績改善期待が高まったことから、主要株式指数のボブスパ指数は大幅に上昇してきた。政府は IOF 導入や、先月には外国人投資家によるブラジル企業の米国預託証券（ADR）取引に伴う国内株式転換取引への一律課税を行うなど、外国人投資家を対象とした対策を強化したが、足元では再び上昇基調が続いている（**図 22**）。
- 政府は今後の経済動向について、10-12 月期の成長率が年率 8%とみており、こうした成長ペースを維持するためにはさらなる投資が必要との考えを示している。なお、2009 年通年の成長率は若干のプラス成長を確保し、2010 年の成長率は前年比 +5.0%という目標を掲げている。こうした強気の見通しの背景には、2 つの大きなイベント開催による成長率の押し上げ期待があるが、大規模なインフラ投資の実施により財政的な自由度が損なわれる可能性もある。なお、国際機関では IMF が 2009 年の経済成長率を前年比 ▲0.7%、2010 年は同 +3.5%と予想しているほか、OECD は 2009 年を同 0.0%、2010 年を同 +4.8%とみている。当研究所は、2009 年の成長率は前年比ゼロ近傍となり、2010 年には同 +4%台の堅調な成長が続くと予想している。

図 11 政策金利(Selic)の推移

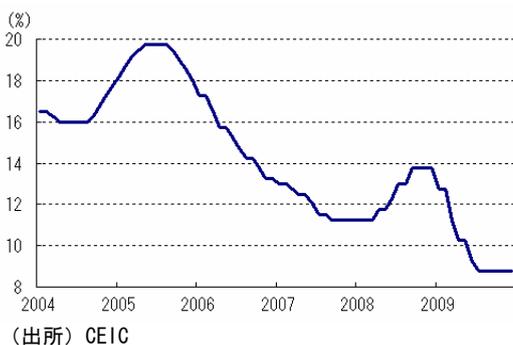


図 13 M1 と M3 の推移(前年比)

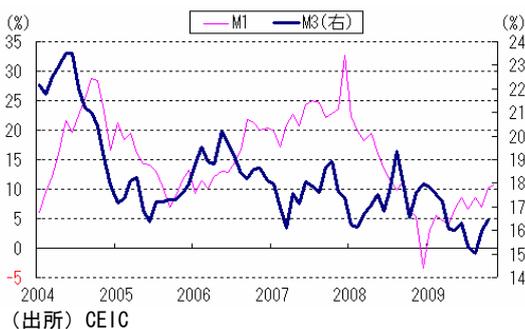


図 12 証券投資流出入額の推移

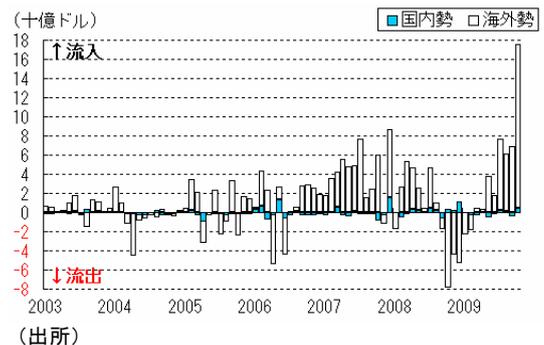


図 14 消費者物価の推移(前年比)

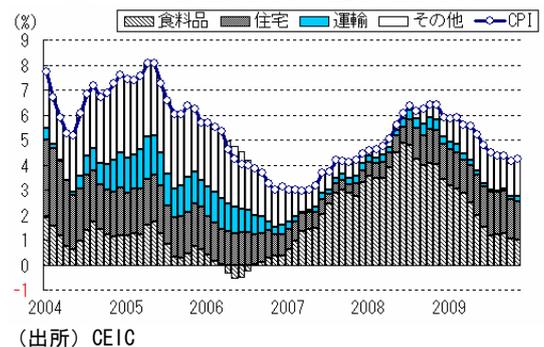


図 15 経常収支の推移

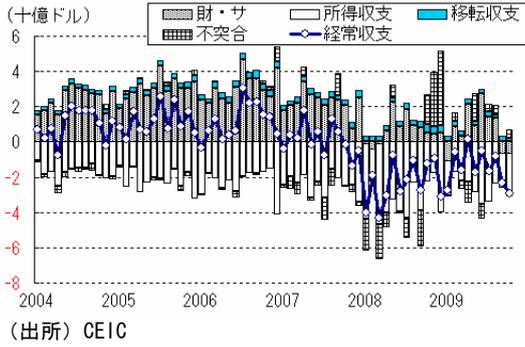


図 16 外貨準備高の推移

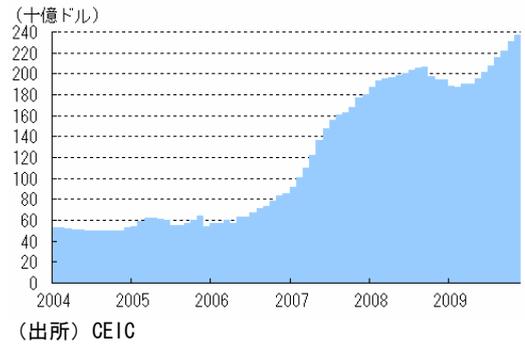


図 17 対外債務残高の推移

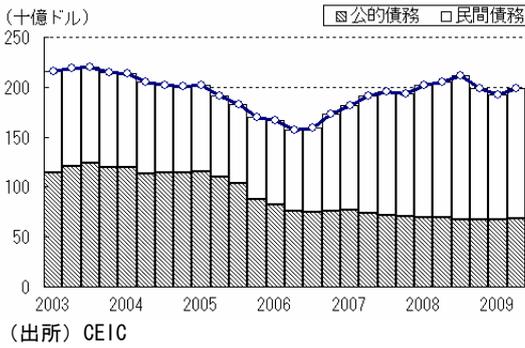


図 18 一般政府の財政収支の推移(前年比)

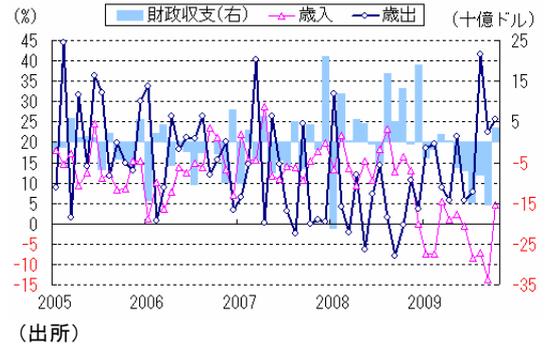


図 19 公的債務残高の推移

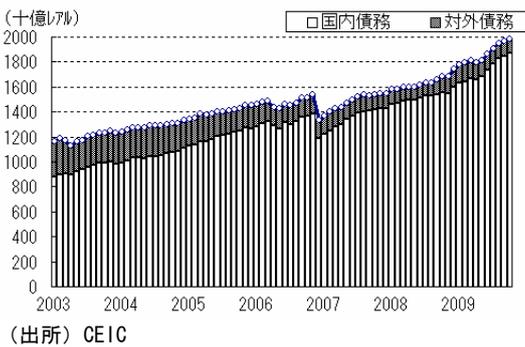


図 20 長期金利の推移(国債利回り)



図 21 為替相場の推移(USD/BRL)

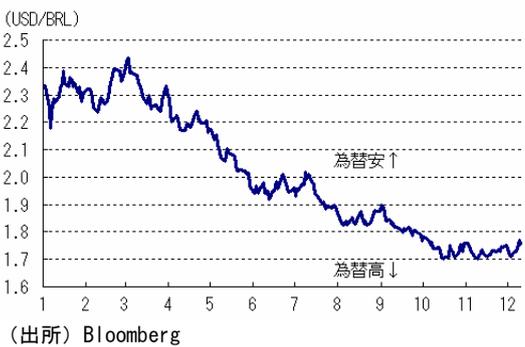


図 22 株式相場の推移(ボベスパ指数)



以上