



ブラジル経済事情：予想外に力強い景気が続いている

～4-6月期は前期比年率5.1%増。通年では約25年ぶりの高成長になると予想～

発表日：2010年9月8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)

- 同国では4月以降の景気減速が懸念されてきた。実際に4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.1%と前期（同+11.3%）から減速したものの、5四半期連続のプラス成長となった。工業製品税の減税終了や急速な利上げにも拘らず、足元の個人消費は堅調に推移している。また、今後も政府のインフラ投資計画が内需を下支えすると期待される。昨年後半減速した輸出も中国の資源需要を受けて拡大が続き、足元の輸出額はリーマンショック前に並ぶまで回復している。こうした内・外需の回復で生産が拡大し、雇用環境の改善が内需を支える好循環が生まれている。年後半は外需の鈍化が懸念されるが、景気をけん引してきた内需の堅調により、緩やかな景気拡大が続くと見込まれる。
- 食料品価格の下落やリアル高による輸入物価の下落で、足元の物価は落ち着いている。4月以降累計200bpもの利上げが実施されたが、1日の定例会合では4回ぶりに政策金利が据え置かれ、今後は利上げペースの鈍化が予想される。ただし、過剰流動性による不動産投資の活発化のほか、世界的な異常気象で穀物価格の上昇も懸念され、物価上昇リスクは煽っていることから、再利上げの可能性は小さくないと考える。また、市場では通年の経済成長率が7%を上回るとの見通しも広がっており、物価上昇圧力が徐々に高まることが予想される。
- 貿易黒字にも拘らず、海外への利益・配当送金により経常収支は赤字基調が続いており、これを海外資金の受入でファイナンスしている。なお、8月末時点の外貨準備は2613億ドルに達し、対外的には債権国となっている。一方、今年度予算で政府はGDP比3.3%のプライマリー黒字の目標を掲げているが、歳出増によって達成は困難な状況にある。10月の大統領選で当選濃厚とみられるルセフ前官房長官は、財政規律強化に向けて歳出削減に動くことが予想される。来年度予算ではプライマリー黒字の目標を1255億ドルとしているが、歳入確保に向けて鉱業部門への政府関与や、資源輸出に対する課税策などが打ち出されることも予想される。
- 年前半の予想以上の景気拡大を受けて、政府内では通年の経済成長率を7%以上とする見方が大勢となっている。当研究所も4-6月期のGDP統計を受けて、2010年の経済成長率見通しを前年比+7.1%に上方修正する。

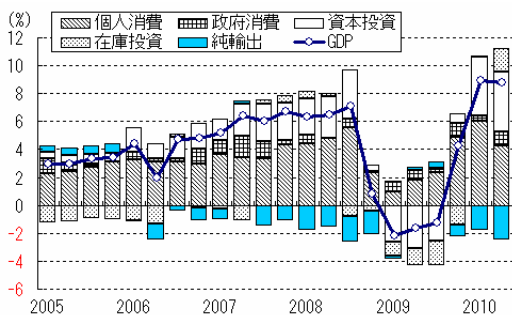
《4-6月期のGDP成長率は前期比年率+5.1%と堅調。先行きも内需主導の景気拡大が続く見通し》

- 同国では3月末で景気対策が一部終了したため、その後の景気減速が懸念されてきたが、依然として内需の旺盛を背景に堅調な景気拡大が続いていることが確認された。4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+8.8%と前期（同+9.0%）からわずかに鈍化した（[図1](#)）。前期比年率でも+5.1%と前期（同+11.3%）から減速したものの、5四半期連続でプラス成長を達成し、景気拡大が進んでいる。昨年来同国経済を下支えしてきた中国経済の減速は今後少なからず影響を及ぼすと思われるが、堅調な内需が景気をけん引する構図は変わっておらず、先行きも拡大基調が続くと予想される。
- 景気対策として実施されてきた家電製品や自動車などに対する工業製品税（IPI）の減税は3月末で終了し、駆け込み需要で3月の新車登録台数は過去最高となったものの、その後の反動減が懸念されてきた。また、金融当局は景気過熱を警戒し、4月以降累計200bpもの利上げを行ったことも景気を冷やすと思われた。しかし、4月以降の新車登録台数は底堅く推移しており（[図2](#)）、小売売上高も拡大基調が続いているなど

(図3)、個人消費の勢いは衰えていない。また、サッカーW杯や夏季五輪が控えており、政府が大規模インフラ開発による景気対策を打ち出していることも、今後の内需を支えよう。

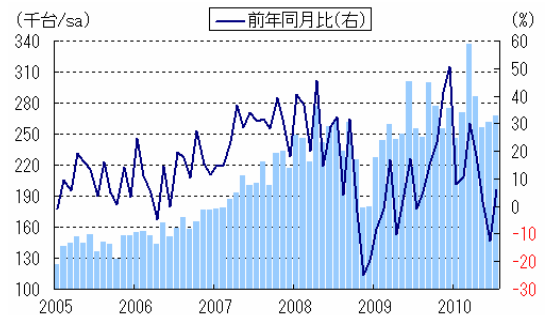
- 中国への資源輸出は、中国の資源輸入政策の変更で鈍化していたものの、年明け以降は再び増加基調を強め、同国景気を下支えしている(図4)。さらに、世界景気の回復で経済的に関係の深いEU諸国や米国向けの輸出も回復感を強め、国際商品市況の高止まりにより交易利得は拡大しており、足元の輸出額はリーマンショック前に並ぶまでに回復している(図5)。こうしたことから、一時は貿易赤字に転じていたものの、足元では再び貿易黒字が拡大している。
- このような内・外需の堅調を受け、鉱工業生産も底堅く推移しており(図6)、結果として、国内の雇用環境も改善が続き(図7)、内需をさらに押し上げる好循環となっている。さらに、今年は公務員の最低賃金引き上げに加え、低所得者給付の拡充などが実施されており、先行きも内需主導による景気拡大が予想される。一方、中国景気の減速や、先進国経済の不透明感から輸出環境が悪化する可能性が高まっており、外需のけん引力は低下しようが、同国経済は内需依存度が高いため、今後も緩やかな景気拡大が続くと予想される。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)



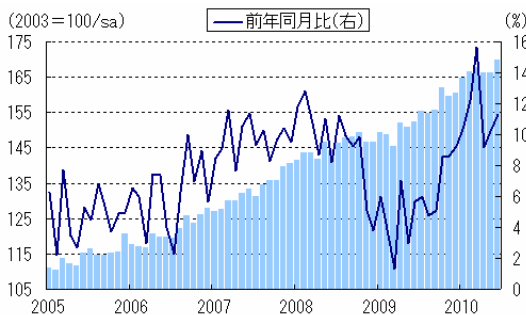
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 新車登録台数の推移



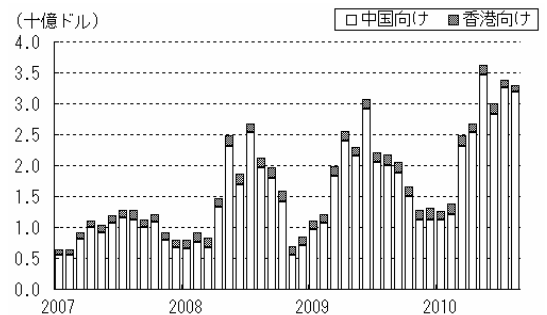
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 小売売上高の推移



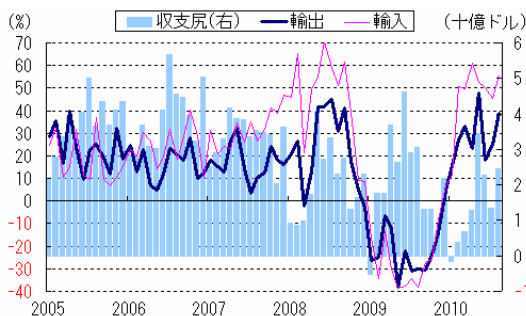
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 中国・香港向け輸出額の推移



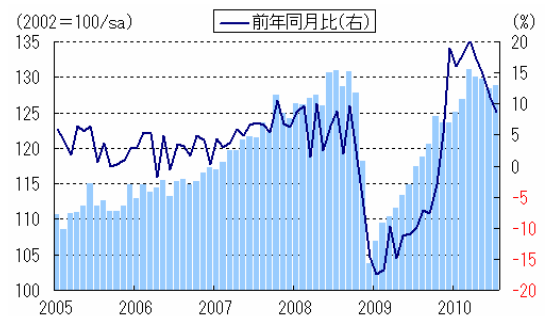
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 輸出入の推移(前年比)



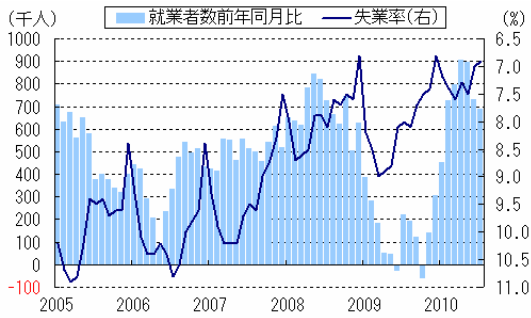
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 雇用環境の推移

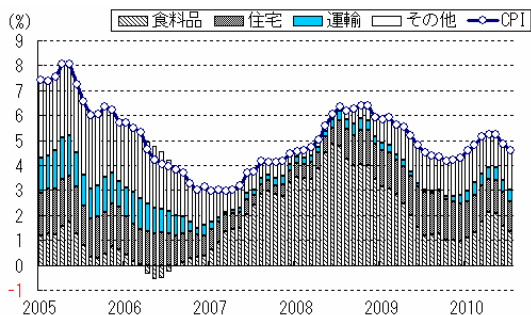


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《物価上昇率は低下して政策金利は据え置かれるも、今後の再利上げの可能性は残ると思われる》

- 昨年後半以降の景気拡大にも拘らず、足元の物価は落ち着いてきており、直近7月の消費者物価上昇率は前年同月比+4.6%まで低下している(図8)。ここ数ヶ月は前月比も横ばい状態が続いており、物価上昇をもたらしてきた食料品価格が安定していることや、エネルギー価格の上昇が収まっていることが要因となっている。昨年来の通貨レアル高により輸入物価が抑えられてきたことも(図9)、国内物価の安定に寄与してきた。金融当局はインフレ率が目標(2.5~6.5%)の中間値を上回り、物価上昇懸念が高まった4月以降、3回連続で累計200bpの大幅利上げを行ってきたが、足元の物価の落ち着きを背景に、1日に開かれた定例会合では4回ぶりに政策金利を10.75%に据え置いている(図10)。先行きについては、6月時点の「物価レポート」に準じた見方を継続しており、2010年の通年の物価上昇率は前年比+5.4%に留まるとしている。
- 国際金融市場では、先進国の金融緩和が長期間に及ぶ可能性が高まっており、世界的な「カネ余り」による過剰流動性が燻っている。一方、同国の年明け以降の利上げで内外金利差が拡大したため、海外資金は流入超の状態が続いている(図11)。結果、同国のベースマネーは大きく拡大しており(図12)、資産価格の上昇が懸念されている。また、同国の金利は世界的には高いが、歴史的に低水準にあるため、家計部門の住宅ローン残高は前年比で50%を越える伸びが続き(図13)、過熱感が高まっている。このような状況から、政府は先月末に外国人による土地の取得制限を検討していると明らかにしている。世界的な異常気象で穀物市況の上昇が懸念されており、景気拡大の持続で徐々に物価上昇圧力は高まると見込まれることから、年後半にかけて再利上げに踏み切る可能性は小さくないと考える。
- 市場では2010年通年の経済成長率が7%を上回るとの見方がコンセンサスとなってきた。一方、政府は7月に今年度の修正予算を発表したが、先行きの景気減速リスクを考慮して歳出見通しをわずかに引き上げつつ、経済成長率の見通しを前年比6.5%に引き上げている。さらに、4-6月期のGDP統計発表を受けて、マンテガ財務相は今年の経済成長率は7%に達する可能性が高まったとする一方、インフレが景気に悪影響を及ぼす可能性は低いとの見方も示している。

図8 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 為替相場の推移(対米ドル)



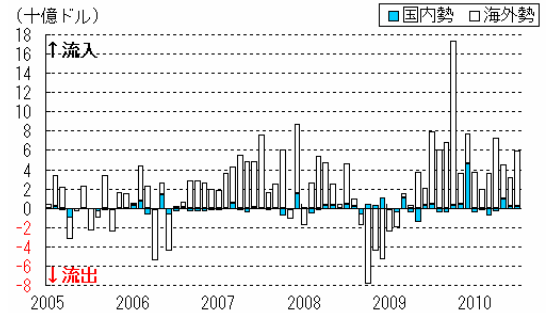
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 政策金利の推移



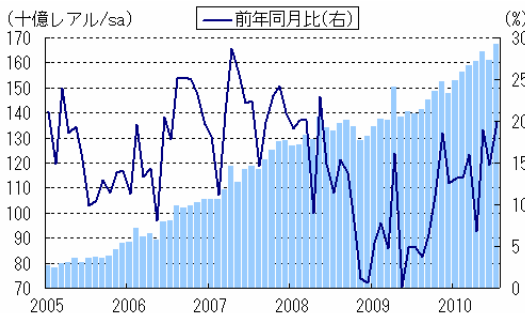
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 証券投資資金流出入額の推移



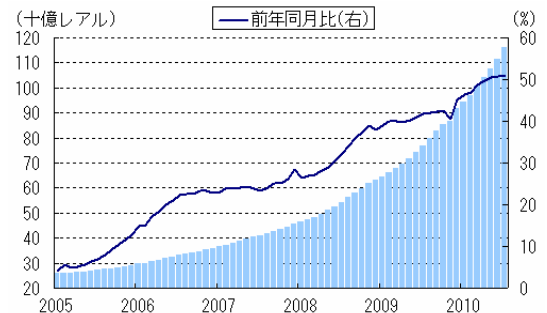
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 ベースマネーの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 家計部門の住宅ローン残高の推移

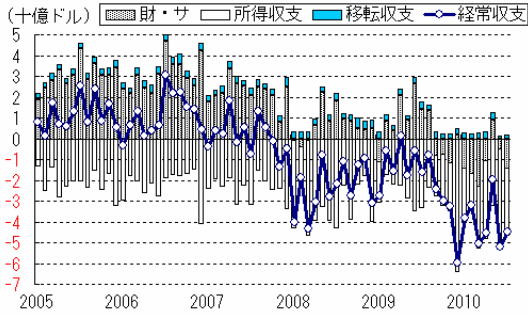


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《現政権による財政規律の緩みの揺り戻しで、今後は緊縮姿勢が強まる可能性も》

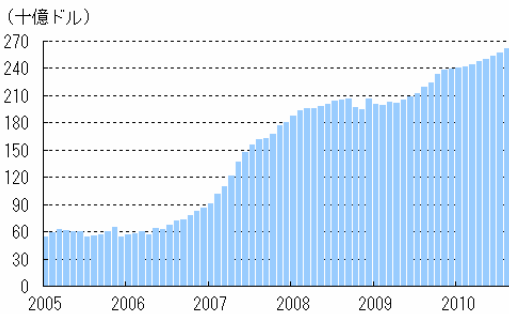
- 年明け以降の輸出拡大により貿易黒字は増加しているものの、外資系企業の利益送金のほか、近年急増している海外からの証券投資による配当送金で経常収支は赤字基調が続いている（[図14](#)）。しかし、海外からの証券投資や直接投資の拡大で（[図15](#)）、経常赤字をファイナンスする構図が続いており、8月末時点の外貨準備高は2613億ドルと世界有数の規模に積み上がっている（[図16](#)）。一方、1990年代の債務危機のきっかけとなった対外債務は、政府が財政規律重視を強めてきたことや、近年の急速な景気拡大により拡大が抑えられ、3月末時点の残高は2115億ドルに留まり（[図17](#)）、純債権国となっている。近年は公的債務が圧縮されたが、民間部門の資金調達も拡大基調にあり、海外との親子会社間の資金融通が3月末時点で815億ドルとなっている。なお、短期資金は規模が小さいため、資金調達に懸念が生じる可能性は低い。
- 今年度の当初予算では、10月に実施される大統領選挙を睨んで拡張型予算が編成され、7月に発表された修正予算でも歳出規模が拡大するなど、これまで堅持してきた財政規律に緩みが窺える。足元においても、歳出の伸びが歳入を上回る状況が続いており、プライマリーバランスの当初予算目標（GDP比3.3%）の達成は極めて難しい状況にある（[図18](#)）。大統領選の有力候補であるルセフ前官房長官及び与党労働党（PT）は、ルラ政権下で緩んだ財政規律の強化を政策の柱に掲げており、ルセフ氏が当選した場合には、財政引き締め動く可能性が考えられる。なお、先月末に政府が発表した2011年度予算ではプライマリー黒字の目標が1255億レアルと初めて実額で示されたが、経済成長率は5.5%と想定しており、GDP比で3.2%程度となる見通しである。
- 与党PTは原油及び鉱業関連での政府関与を強める方針を示しており、原油権益と引き換えに上場している国営石油公社の株式を追加取得する方針を明らかにしている。さらに、鉱業関連企業の投資などに関与を強める動きも出ており、経営の効率性への懸念も高まろう。なお、このような動きの背景には、同国の輸出に占める製造業の割合低下が挙げられ（[図19](#)）、豪州で導入が検討されている「資源付加価値税」のような課税を懸念する声も出ている。

図14 経常収支の推移



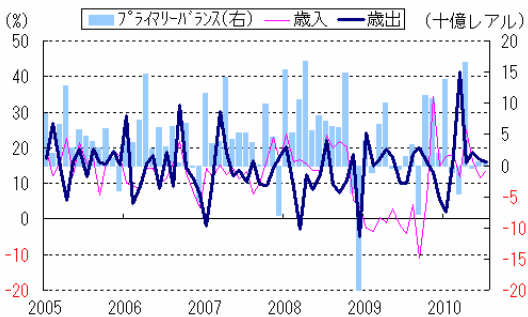
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図16 外貨準備高の推移



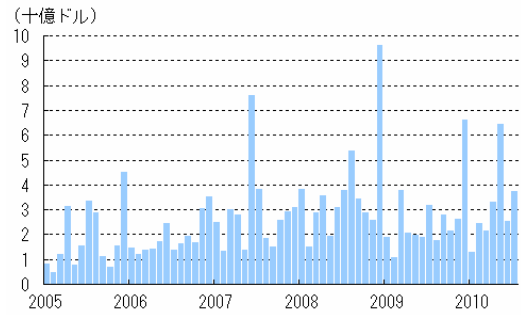
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図18 財政収支の推移(前年比)



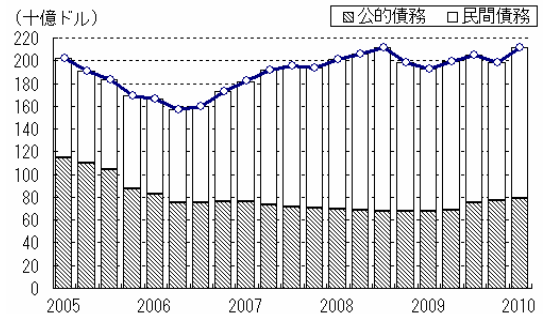
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図15 海外直接投資流入額の推移



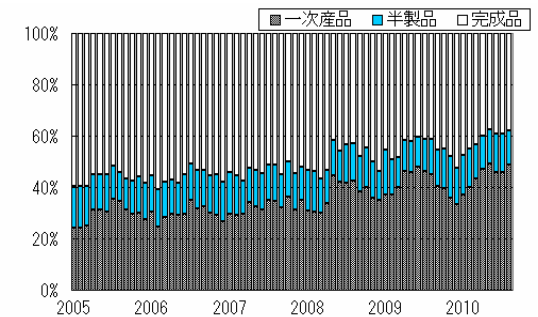
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図17 対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図19 財種別輸出比率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《今年の通年の経済成長率は7%超の水準となる見通し。株価や為替にとって下支えとなる可能性も》

- 政府は今年3月、今年度までを対象とする「成長加速化戦略（PAC）」の第2弾として、向こう5カ年のインフラ投資計画を発表し、当該期間の経済成長率の目標を5.5%に引き上げている。今年は前半の高成長により、財務相は7%超、金融当局も7.3%の経済成長を見込んでいるなど、1986年（7.5%）以来の高成長となる可能性が高い。当研究所では、4-6月期のGDP成長率が予想を上回る伸びであったこと、年後半も緩やかな景気拡大が続くと見込まれることから、経済成長率見通しを前年比+7.1%に上方修正する（修正前は同+6.5%）。なお、大規模な経常赤字を抱える投資超過の状況にも拘らず、インフラ投資を加速させる取り組みは国際収支のさらなる悪化を招くことで、対外信用力の低下を引き起こすことも懸念されよう。
- 国際金融市場でのリスク回避姿勢が高まった結果、同国株式市場においても急速な調整は免れなかった。6月以降は企業業績の拡大を背景に上昇基調に転じるものの、急速な金融引き締めや国営石油公社での大規模増資が嫌気されて上値の重い展開が続いている（[図20](#)）。金融引き締めは一服しており、今後も緩やかな景気拡大が見込まれるが、今後も国営企業への政府関与の増大が同国市場のガバナンス・リスクとして意識されよう。
- 通貨レアルも海外資金のリスク回避で急速な通貨安に振れたものの、その後は資金流入の回復に伴いレアル

高基調が続いている（図 21）。先行きも堅調な景気と内外金利差の大きさにより、リアル高圧力が掛かり易い状況が続くと予想される。一方、投資家の債券志向の高まりを受けて長期金利は下落基調が続いてきた（図 22）。しかし、堅調な景気を背景にインフレ懸念が再燃する可能性が燻っていることから、足元では上昇に転じている。

図 20 株式相場の推移(ボブスパ指数)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 22 長期金利の推移(5年債利回り)



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図 21 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上