

ブラジル経済情報 2010年8月号

Summary

【内容】

1. 経済動向
 - (1) ブラジル経済は順調に回復
 - (2) 個人消費が成長を牽引
 - (3) 固定資本形成は今後も増勢を維持
 - (4) 輸出の回復は一次産品が牽引
 - (5) 所得収支の赤字が経常収支を圧迫
 - (6) インフレ急騰の動きは見られず
 - (7) プライマリーバランスは目標に届かず
2. 金融政策
 - (1) インフレ率上昇を受けて2010年4月に利上げへ転換
 - (2) 利上げペースは鈍化
3. 大統領選挙
 - (1) ルラ大統領の後継であるルセフ候補が優勢
 - (2) 第二のブラジル黄金期を築いたルラ政権
 - (3) ブラジル経済に対する信認を高める3つの柱
 - (4) ルラ政権による中間所得層の育成

伊藤忠商事株式会社
調査情報部

調査情報部長
三輪裕範
(03-3497-3675)

主任研究員
丸山義正
(03-3497-6284)
maruyama-yo
@itochu.co.jp

【経済見通し】

金融危機を受けた世界的な景気後退を受けて、ブラジル経済は2008年までの高成長から、2009年は0.2%のマイナス成長へ転落した。しかし、積極的な財政金融政策が奏功、2009年4～6月期からプラス成長へ復し、2010年1～3月期まで4四半期連続で6%を上回る高成長を達成している。ブラジル経済は金融危機からいち早く立ち上がり、その後も順調な回復を続けていると判断できる。ブラジル中央銀行は2009年末からのインフレ率上昇を受けて2010年4月から利上げへ転じ、7月までに累計2%Ptの利上げを行った。しかし、インフレに対する懸念は大きくないため、利上げペースは今後鈍化が見込まれ、インフレ抑制のための金融引き締めが経済をオーバーキルする可能性は低い。ブラジル経済は2009年のマイナス成長から一転、2010年は1986年の7.5%以来となる7%超の高成長を達成する見込みである。

【大統領選挙】

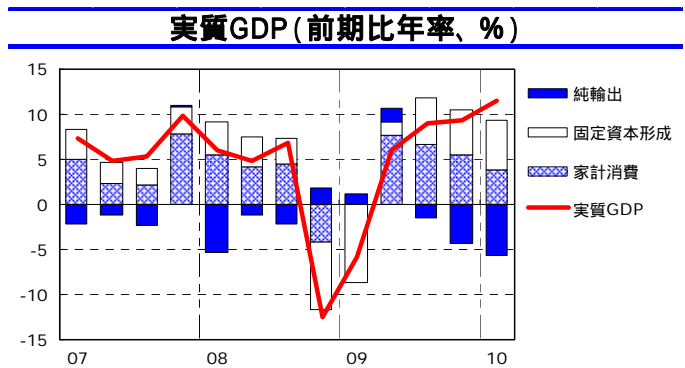
ブラジルでは10月3日に大統領選挙が実施され、国民から8割もの圧倒的な支持を集めているルラ大統領の後任が決定する。有力候補者は、ルラ大統領の後継である労働者党のディルマ・ルセフ前官房長官、社会民主党のジョゼ・セラ前サンパウロ州知事である。8月に入って、ルセフ候補が支持率を41%へと伸ばし、33%に留まるセラ候補を引き離している。

ルセフ候補とセラ候補のいずれが勝利しても、経済政策については大きな変化がないと見込まれている。ルラ大統領の高い支持率を踏まえ、ルラ大統領の後継であるルセフ候補は当然ながら現行政策の継続を訴えている。また、ルラ政権の経済政策の大部分が、それ以前の社会民主党のカルドゾ政権の政策を踏襲したものであるため、セラ候補も経済政策を大きく転換する必要はないと考えられる。敢えて違いを挙げれば、ルセフ候補が大きな政府を、セラ候補が相対的には小さな政府を志向している点であろう。但し、セラ候補も2014年のワールドカップや2016年の夏季五輪のためのインフラ投資を絞るわけではないと考えられる。

1. 経済動向

(1) ブラジル経済は順調に回復

金融危機を受けた世界的な景気後退を受けて、ブラジル経済は2008年までの高成長から、2009年は0.2%のマイナス成長へ転落した。しかし、積極的な財政金融政策が奏功し、四半期ベースで見るとマイナス成長は2008年10～12月期の前期比年率12.6%、2009年1～3月期の5.9%の2四半期に留まり、4～6月期からはプラス成長へ復した。2010年1～3月期まで4四半期連続で6%を上回る高成長を達成しており、特に、1～3月期には11.4%と2004年1～3月期の11.7%以来となる極めて高い成長率を記録した。実質GDPの水準も、既に2009年10～12月期に金融危機前（2008年7～9月期）を上回っており、ブラジル経済は金融危機からいち早く立ち上がり、その後も順調な回復が続いていると判断できる。BCB（ブラジル中央銀行）は2009年末からのインフレ率上昇を受けて2010年4月から利上げへ転じ、7月までに累計2%の利上げを行った。しかし、インフレに対する懸念は大きくないため、利上げペースは今後鈍化が見込まれ、インフレ抑制のための金融引き締めが経済をオーバーキルする可能性は低い。ブラジル経済は2009年のマイナス成長から一転、2010年は1986年の7.5%以来となる7%超の高成長を達成する見込みである。

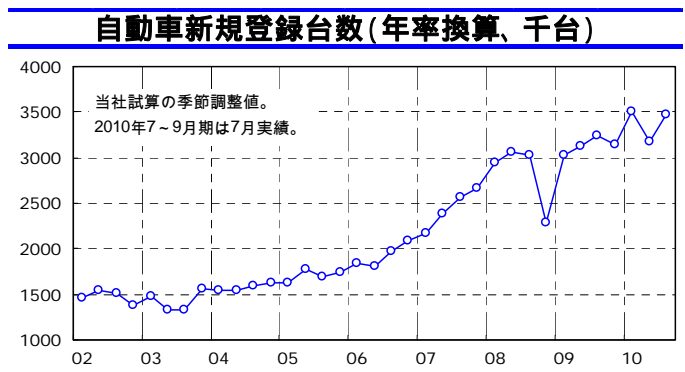


(出所) Brazilian Institute of Geography and Statistics

(2) 個人消費が成長を牽引

足元の成長を支えているのは個人消費と設備投資の拡大である。個人消費の拡大をもたらした直接の要因はBCBによる積極的な利下げによる低金利と自動車等を対象とする工業製品税（IPI）の減税である。個人消費は金融危機を受けて2008年10～12月期こそ前期比年率6.7%と大きく落ち込んだものの、2009年1～3月期には下げ止まり、4～6月期には12.3%の極めて高い伸びを記録している。その後、減税率の縮小などを受けて、2010年1～3月期には5.9%まで鈍化したものの、それでも依然として高い伸びであることに変わりない。

減税措置が3月で概ね終了したため¹、自動車販売の落ち込みを懸念する声が聞かれる。しかし、減税規模の段階的な縮小によりソフトランディングが図られたことに加え、後述するようにルラ政権の貧困層への所得移転政策（ボルサ・ファミリア）や最低賃金引き上げなどにより自動車を購入可能な中間所得層が拡大していることもあり、自動車販売の大幅な落ち込みは回避される可能性が高い。事実、減税終了後の2010年4～6月期の販売台数は2009年10～12月期とほぼ同水準を確保し、7月の販売台数は更に持ち直している（当社季節調整ベース）。



(出所) National Association of Automobile Manufacturers

¹ 軽商用車とトラック・バスの減税措置は継続中。

今後は、4月以降の利上げが寄与することもあり、個人消費は増加ペースこそ鈍化する可能性が高いものの、雇用所得情勢の改善などを背景に増加基調が損なわれることはないだろう。

(3) 固定資本形成は今後も増勢を維持

固定資本形成は、ルラ政権による成長加速プログラム(PAC)によるインフラ投資の拡大に加え、BCBによる低金利が民間投資を刺激したこともあり、2010年1~3月期まで3四半期連続で前期比年率30%超の急増を記録した。今後は利上げの浸透により、伸びの鈍化が予想されるものの、2014年のワールドカップや2016年の夏季五輪のためのインフラ投資が控えており、投資の増勢は続くと思われる。なお、2010年3月にルラ政権はPACの第二弾として、2011年からのPAC-2を公表済みであり、10月の大統領選挙で、ルラ大統領と同じ労働者党の候補であるルセフ前官房長官が勝利すれば、PAC-2が執行されることになる(大統領選の詳細は3を参照)。

PAC-2の概要

項目	予算額					
	2011~2014年		2014年以降		合計	
	(10億R)	(10億\$)	(10億R)	(10億\$)	(10億R)	(10億\$)
都市整備	57.1	31.3	-	-	57.1	31.3
市民コミュニティ	23.0	12.6	-	-	23.0	12.6
住宅	278.2	152.5	-	-	278.2	152.5
電気・水道	30.6	16.6	-	-	30.6	16.6
運輸	104.5	57.3	4.5	2.4	109.0	59.7
エネルギー	465.5	255.3	627.1	343.9	1,092.6	599.2
合計	958.9	526.0	631.6	346.4	1,590.5	872.3

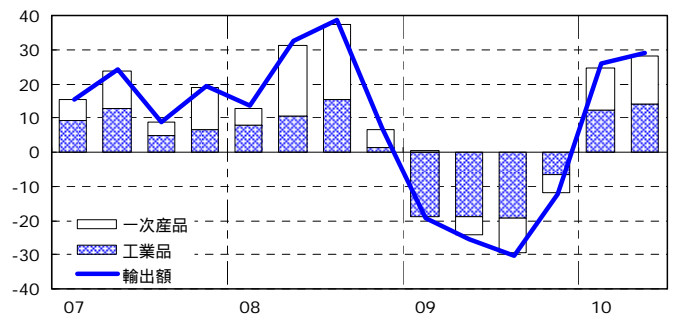
(出所)ブラジル政府

(4) 輸出の回復は一次産品が牽引

世界経済の緩やかな回復を受けて、ブラジルの輸出も2009年4~6月期から持ち直しに転じている。しかし、個人消費や固定資産投資といった内需の急回復に加え、リアル高も寄与し、輸入が急増したため、輸出から輸入を控除した純輸出は赤字幅が拡大し(GDP統計の実質ベース、貿易統計の名目ベースでは黒字)、成長率の押し下げ要因となっている。

ブラジルの輸出品は2009年時点で工業品が57.4%、一次産品が40.5%を占めた。2000年前半までは工業品が7割を占めていたが、資源価格上昇もあり、一次産品の割合が上昇しつつある。輸出額が多いのは、一次産品関連の鉄鉱石(2009年シェア8.7%)や大豆(7.8%)、石油関連²(7.5%)などであり、また食肉関連やコーヒーなど農産物の輸出も多い。工業品で多いのは、輸送用機器である。欧米系メーカー³の工場集積を受けて完成車、自動車部品などの自動車関連輸出が拡大しているほか、航空機も主力の輸出品となっている。2009年4~6月期からの輸出の回復は、中国向けの鉄鉱石輸出拡大など一次産品が主導してきたが、足元では工業品輸出も回復しつつある。後述するように、今後は利上げペースが鈍化し、それに伴いリアルに対する上昇圧力も低下すると予想される。リアル高が回避されれば、工業品の輸出は拡大ペースを早める可能性が高い。

名目輸出額の推移(前年比、%)



(出所)Ministry of Development, Industry and Foreign Trade

² 石油関連のシェアには、精製後のガソリンなど工業品に分類されるものが含まれる。そのため、石油製品を一律に一次産品と仕分けするのは必ずしも正しくない。

³ フォルクスワーゲンやフィアット、GM、フォードなど。

(5) 所得収支の赤字が経常収支を圧迫

ブラジルの経常収支は、赤字幅が拡大している。貿易収支は黒字だが、サービス及び所得収支の赤字幅が膨らんでいるためである。ブラジルの貿易収支は、ブラジル経済の回復が世界経済に先行したことに加え、レアル高もあり 2009 年に黒字幅が急縮小したが、足元では世界経済の回復による輸出数量の拡大に加え、主要輸出品である一次産品の価格上昇も寄与し、黒字幅が再び拡大しつつある。一方、サービス収支や所得収支は外資系企業へのライセンス・特許料支払いや利益・配当送金の急増により、赤字幅が拡大している。貿易黒字の再拡大により、経常収支の赤字幅が一方向的に拡大することは避けられるとみられるものの、当面は高水準の赤字が続くと見込まれる。

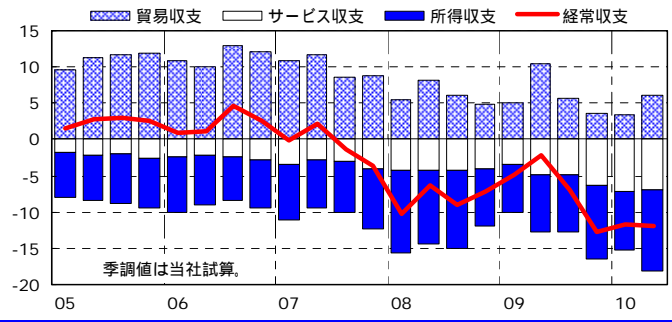
こうした経常赤字は、海外からの資金流入によりファイナンスされている。証券投資収支は金融危機直後の 2008 年 9 月～2009 年 2 月こそ赤字に転落したものの、2009 年 3 月以降は黒字基調に復した。その後、2009 年後半に先行するブラジル経済の回復を受けて海外からの証券投資が急拡大、急激なレアル高が進行したことから、投機資金の行き過ぎた流入を抑制するためにブラジル政府は 2009 年 10 月 20 日に金融取引税

(IOF)の税率を 2%に引き上げた。但し、その後も証券投資による資金流入は高水準が続いており、レアル高も今のところ是正されてはいない。国内自動車産業等に悪影響を及ぼすレアル高を抑制するために、BCB は為替市場でのドル買い介入を積極的に実施しており、その結果、外貨準備高が急速に積み上がっている。また、証券投資の影に隠れがちだが、ブラジルでは、成長余力を反映し、直接投資による資金流入が安定的に拡大しており、経常収支赤字の大半をカバーしている。そのため、経常収支赤字の下でも、資金繰りに対する懸念はない。

(6) インフレ急騰の動きは見られず

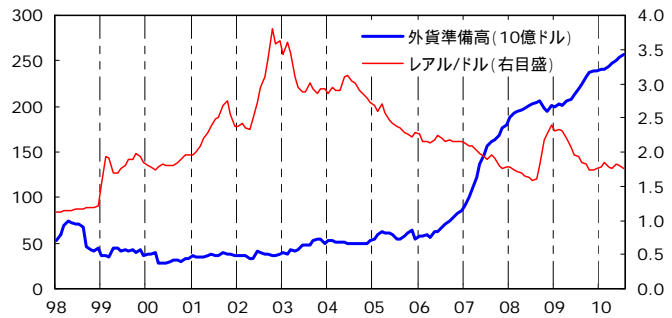
ブラジルのインフレ率 (IPCA 前年比) は 2008 年後半に食料価格の上昇を主因に 6%を越えた。その後、食料価格の下落に伴いインフレ率は緩やかに鈍化、2009 年 11 月には 4.2%まで低下したが、天候不順を受けた野菜の価格上昇などを受けて 2010 年 4 月には再び 5.3%まで上昇した。但し、足元では天候不順の影響が剥落し、7 月のインフレ率は再び 4.6%まで低下している。景気回復に伴い賃金やサービス価格が上昇し、インフレ率の上昇に繋がることが懸念されているものの、現在までのところ、そう

経常収支の推移 (10億ドル、季調値)



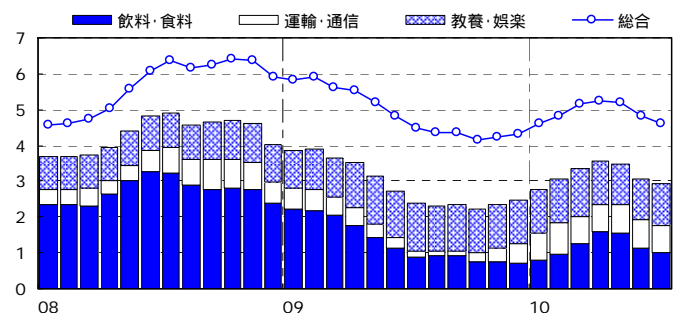
(出所)BCB

外貨準備高とレアル相場の推移



(出所)BCB,Bloomberg

IPCA前年比と主要分類の寄与度 (%、%Pt)



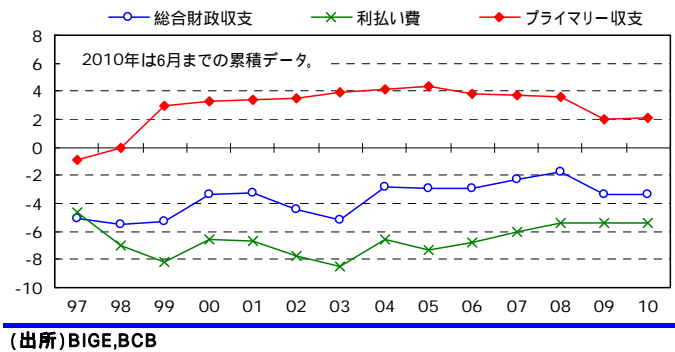
(出所)Brazilian Institute of Geography and Statistics

した動きは特に見られない。なお、公共料金は政府により統制されているため、原油価格上昇の影響は今のところ国民生活に大きな影響を及ぼしてはいない。

(7)プライマリーバランスは目標に届かず

ブラジルの財政収支は、景気後退に伴う税収の減少と景気対策の実施による支出拡大を受けて、2009年に大きく悪化した。政府が政策目標とするプライマリーバランスの名目GDP比は2009年に2.1%と、後述する財政責任法に基づく政府目標の2.5%を下回った。今年2010年の政府目標は3.3%だが、6月までの累計では2.1%に留まっており、達成は厳しいと見込まれる。但し、こうした評価はあくまでも財政責任法に照らしたものであり、プライマリーバランスが黒字を保っている事実は、先進国との対比では言うまでもなく、多くの新興国に比べても、良好と言える。

財政収支の名目GDP比(%)



2. 金融政策

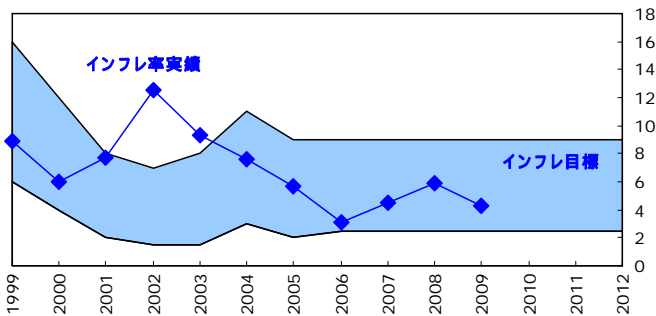
(1)インフレ率上昇を受けて2010年4月に利上げへ転換

ブラジルは1999年6月にインフレーション・ターゲティングを導入している。インフレ目標は政府機関であるCMN⁴（国家通貨審議会）が決定し、中央銀行であるBCB（ブラジル中央銀行）が開催するCOPOM（金融政策委員会）が金融政策を執行する。インフレ率の目標は2006年以降、中央値4.5%、レンジ2.5~6.5%（4.5%±2.0%）に据え置かれている（今年6月に2012年までの同目標の維持が決定された）。

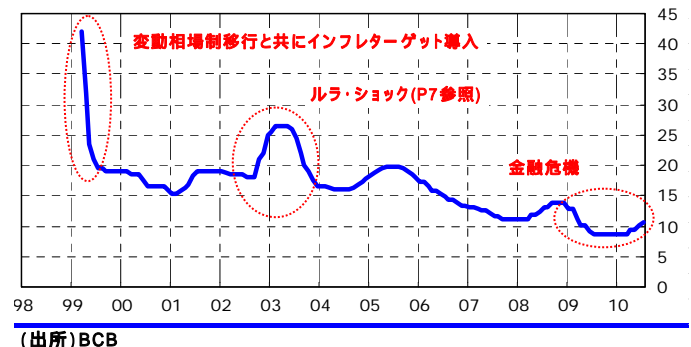
BCBは金融危機に伴う深刻な景気低迷を受けて2009年1月から5回、累計5%Ptの大幅利下げを行い、政策金利であるSELICレート⁵の金融誘導目標を8.75%の市場最低水準に引き下げた。

前述のとおり、インフレ率(IPCA前年比)は2009年末から再び上昇し、2009年10~12月期の4.2%から1~3月期には4.9%へ上昇した。こうしたインフレ率の上昇を受けて、3月17日のCOPOMにて将来の政策金利引き下げが示唆され、4月28日のCOPOMではついに75Bpの利上げ(8.75%

インフレ目標とインフレ率の実績(%)



SELIC誘導目標の推移(%)



⁴ 財務大臣（議長） 企画・予算大臣、中銀総裁がメンバーである。

⁵ 担保付オーバーナイト銀行間取引金利。

9.50%)が実施された。

(2)利上げペースは鈍化

6月9日にも75Bpの追加利上げ(9.50% 10.25%)が行われたが、その後のインフレ率の低下(4月前年比5.3% 5月5.2% 6月4.8%などを受けて、7月21日のCOPOMでの利上げ幅は50Bp(10.25% 10.75%)に縮小した。7月21日の声明にてCOPOMは「内外要因の変化を受けたインフレリスクの低下」に言及しており、前回の「インフレ抑制のために利上げ」から大きくトーンダウンした⁶。実際、7月のインフレ率は前年比4.6%まで低下しており、インフレ抑制のための先行的利上げの必要性は薄れている。そのため、2010年内の追加利上げは最大でも50Bp程度に留まると見込まれる。

3.大統領選挙

(1)ルラ大統領の後継であるルセフ候補が優勢

ブラジルでは10月3日に大統領選挙が実施され、国民から8割もの圧倒的な支持を集めているルラ大統領の後継が決定する。

大統領選挙の立候補者は、ルラ大統領の後継である労働者党(PT)のディルマ・ルセフ前官房長官、社会民主党(PSDB)のジョゼ・セラ前サンパウロ州知事、緑の党(PV)のマリナ・シルバ元環境相の3名である。現地の調査⁷によると、7月調査ではセラ候補(PSDB)の支持が37%、ルセフ候補(PT)が36%、シルバ候補が10%程度の支持を集め、セラ候補とルセフ候補が大接戦を演じていた。しかし、8月に入ってルセフ候補が支持率を41%へと伸ばし、33%に留まるセラ候補を引き離している。ルセフ候補はルラ大統領の後継であることを、セラ候補は長い政治経験を国民に訴えている。

(2)第二のブラジル黄金期を築いたルラ政権

ルセフ候補とセラ候補のいずれが勝利しても、経済政策については大きな変化がないと見込まれている。ルラ大統領の高い支持率を踏まえ、ルラ大統領の後継であるルセフ候補は当然ながら現行政策の継続を訴えている。また、ルラ政権の経済政策の大部分が、それ以前のPSDBのカルドゾ政権の政策を踏襲したものであるため、セラ候補も経済政策を大きく転換する必要はないと考えられる。敢えて違いを挙げれば、ルセフ候補が大きな政府を、セラ候補が相対的には小さな政府を志向している点であろう。但し、セラ候補も2014年のワールドカップや2016年の夏季五輪のためのインフラ投資を絞るわけではないと考えられる。

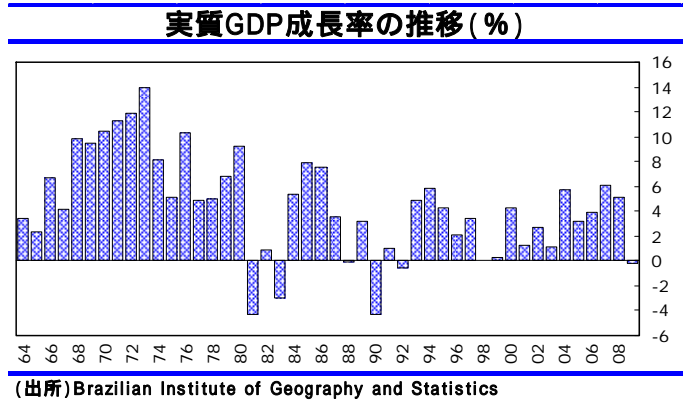
現在のルラ大統領は2003~2010年の2期8年に渡って政権を担い、2004年以降は3%を超える高成長を実現してきた。冒頭で述べたように、2009年こそ0.2%のマイナス成長へ転落したが、先進国は言うまでもなく他の新興国に比べても、金融危機の実体経済の悪影響は軽微なものに留まった。

⁶ 6月17日 COPOM "Continuing the adjustment process of the monetary conditions to the forward-looking scenario of the economy, in order to ensure the convergence of inflation to the targets path, the Copom unanimously decided to increase the Selic target to 10.25 percent, without bias."

7月21日 COPOM "Assessing the macroeconomic outlook and the prospects for inflation, the Copom unanimously decided to increase the Selic target to 10.75 percent, without bias. Considering the process of declining risks for inflation that has been observed since the last Copom meeting, and which is due to the recent evolution of domestic and external factors, the Copom believes this decision will contribute to intensify this process."

⁷ Datafolha 2010.7.26, 2010.08.16

ルラ政権以前のブラジル経済は波乱に満ちたものであった。ブラジル経済は1960年代後半から70年代前半に高度成長時代を迎え1969年から80年に年率8%の高成長を実現した。しかし、1982年に第二次オイルショックを受けた金利上昇に伴う対外債務危機に、1980年代末から90年代初にも財政規律の喪失に伴うハイパーインフレ（90年のGDPデフレーターは2775%上昇）に見舞われ、マイナス成長へ転落した。加えて、1990年代後半にも通貨危機を受けてゼロ成長を余儀なくされた。



そこに登場したのが、現在のルラ政権である。但し、ルラ政権も嵐の中の船出だった。左派であるルラ政権の経済運営に対する不安から、為替相場では大規模なレアル売りが進み、金利が急上昇（ルラ・ショック）景気は低迷を余儀なくされた（2003年の成長率は1.1%）。しかし、ルラ大統領は前カルドゾ政権の経済政策を基本的に引き継いだことから、徐々に経済運営に対する信認が高まり、為替相場はレアル高へ転じ、金利も低下した。こうした金融環境の好転が、2004年以降の高成長の下地になったと考えられる。2003年から2008年にブラジル経済は年率4.8%の高成長を実現した。

(3) ブラジル経済に対する信認を高める3つの柱

現在のブラジル経済を支えているのはカルドゾ、ルラの両政権により確立された「変動相場制」、「インフレ・ターゲット」、「財政規律」の3つの制度である。まず、カルドゾ政権による1999年1月の固定相場制の放棄による変動相場制度の導入により、為替レートが減価し、大幅な貿易赤字が解消に向かった。為替レートの減価はインフレリスクを高めるが、1999年6月に導入されたインフレ・ターゲット制度に基づく金利誘導が機能し⁸、インフレ率も沈静化へ向かい、導入直後の1999年・2000年からインフレ目標は達成された。こうしたインフレ目標の達成により、中央銀行に対する国民の信認が高まったことが、その後の経済安定化や高成長に寄与している。また、2000年には、財政責任法が制定され、プライマリーバランス（一般政府の財政収支から利払い費を除いたもの）の黒字目標が設定され、対外的に財政規律が担保されていることも、ブラジル経済に対する国際的な信認を高める一助となっている。こうした制度は、カルドゾ政権時代に導入され、ルラ政権が忠実に運営したことで効果を発揮してきた。

(4) ルラ政権による中間所得層の育成

左派であるルラ政権が誇る独自の成果としては、中間所得層の拡大が挙げられるだろう。まず、貧困世帯への補助金給付制度である「ボルサ・ファミリア」を2003年に創設し、その後も3度に渡り、対象世帯の基準を引き下げ一方で、支給する補助金額を引き上げてきた⁹。労働意欲を奪うとの批判やバラ撒きとの指摘もあるが、こうした政策がブラジルの貧困層の所得水準を引き上げ、生活の安定

⁸ インフレ率は1999年8.94%、2000年5.97%。SELICレート誘導目標は1999年7月の19.50%、2000年12月は15.75%。

⁹ これまで3度に渡り支給内容は引き上げられた。直近2009年9月の引き上げでは、極貧世帯の収入条件が70レアル以下（従来69レアル）に、極貧世帯への支給基本額は68レアル（従来62レアル）へ、貧困世帯の収入条件は70～140レアル（従来69～137レアル）に引き上げられている。また極貧世帯と貧困世帯の双方に支給される15歳以下の子供1人当たり手当は22レアル（従来20レアル）に、就学している16～17歳の子供1人当たり手当は33レアル（従来30レアル）へ引き上げられた。

に寄与したことは確かであろう。また最低賃金も毎年引き上げられ、貧困層の削減と中間所得層の拡大に寄与している。最低賃金は2009年に12.0%(実質7.2%)の引き上げ、2010年は9.7%(実質5%台)の引き上げが行われている。こうしたルラ政権の所得政策は、個人消費の担い手である中間所得層を拡大し、個人消費の底上げに繋がったと評価できる。2010年に予想されるブラジル経済の高成長は、景気対策による固定資産投資の拡大も一因だが、寧ろ重視すべきは、個人消費自体の底堅い推移であろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。