

ブラジル経済の調整は当面続くも、通貨安への備えはあり

ブラジルの過剰消費と投資不足解消に向けて通貨安が必要であり、レアル安局面は継続。巨額の外貨準備により通貨安への耐性は存在。通貨安により輸出が底入れ、投資も拡大し、ブラジル経済は回復基調。しかし根強いインフレ圧力の下で、個人消費の低迷が続くため、成長率は大きく高まらず。

通貨レアルが急落

ブラジルの通貨レアルが、大幅に下落している。きっかけは米国における金融緩和と政策縮小観測である。バーナンキFRB議長が年内の資産買入縮小開始を示唆した5月22日から8月21日迄の、レアルの対ドル下落率約17%に達し、これはアジアの新興国通貨を含め、最大である¹。こうした急激な通貨価値の下落は輸入物価の上昇を通じインフレ圧力を強めるほか、ドル建借入の多い国際企業にとって負債負担の増大に繋がる。こうした事態に対し、ブラジルの中央銀行であるBCBは8月22日に大規模な市場介入策を実施すると公表した²。

ブラジル金融指標 (通貨、株価は2013/5/21=100、CDSはBp)



(資料)Bloomberg

中央銀行による大規模介入策

今回のBCBの政策は、2013年末までの期間に累計600億ドル規模の為替市場介入を行うものであり、公表翌日の8月23日から既に実施されている。毎週月曜日から木曜日に5億ドルの通貨スワップ入札を実施、また毎週金曜日には現物市場で10億ドルの買い戻し条件付きドル信用枠入札を行い、為替市場に流動性を供給する。なお、有効と判断されれば、追加入札を行う可能性が明記されており、日々の介入規模拡大や、2014年以降への延長も視野に入っている。

市場介入策の公表後1週間で、レアルは対ドルで4%近く上昇したが、これでレアルの下落が止まったと現時点で断じることはできない。そもそも、今回の措置は極めて大規模な市場介入を継続的に行うものだが、いずれもドルの売り切りではなく買い戻し条件等を伴っており、市場変動の平準化や変動に対するヘッジ手段の提供が主眼と言える。また、レアル相場の押し上げを企図していない点は、マンテガ財務大臣自らも認めるところであり、後述するようにブラジル経済は通貨安によるリバランスを必要としている。

本稿では、第一部でブラジル経済の現状を分析した上で、第二部において、ブラジルの通貨安に対する備えを確認することとしたい。

1. ブラジル経済の現状

上向くブラジル経済

ブラジル経済は、低空飛行ながらも上向いている。成長率は2011年7～9月期に前期比年率▲0.3%とマ

¹ 年初から8月21日迄の下落率は16.4%。これも32%の通貨切り下げを行ったベネズエラ・ボリバルを除けば中南米最大。

² <http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=3754&IDPAI=NEWS>

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、伊藤忠経済研究所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。見直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。

イナスへ転落した後、翌10～12月期に0.9%とプラス圏へ復帰したものの、2012年4～6月期迄は0%台、7～9月期も1.5%とほぼ横ばいを余儀なくされた。しかし、2012年終盤から徐々に成長率が高まりつつある。2012年10～12月期が前期比年率3.1%、2013年1～3月期は2.6%へ成長率が上昇、4～6月期は6.0%と2010年1～3月期の8.3%以来、ルセフ政権下では最高の成長率を記録した。

通貨安により輸出が回復

成長率の回復をもたらしたのは、通貨の下落による輸出競争力及び輸入品に対する国産品の競争力回復である。純輸出は4～6月期に成長率を前期比年率2.9%Ptも押し上げた（1～3月期▲6.9%Pt）。GDPベースの輸出が4～6月期に前期比年率30.8%（1～3月期▲24.8%）と大幅に増加する一方、輸入は2.4%（1～3月期24.6%）へ減速したためである。

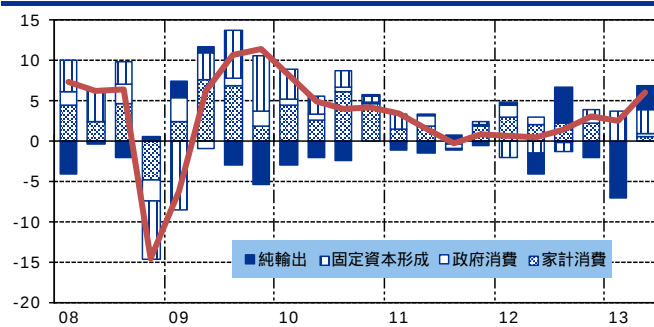
ブラジルは名目輸出額の47%（2012年）を鉱物や農産物などの一次産品が占めるが、中南米の中では比較的工業化が進んでおり、航空機や自動車などを輸出する工業国でもある。そうした工業品や農産物の価格競争力が、2011年半ば以降のレアル安で回復し、輸出や国内製造業生産の持ち直しへ繋がっている。2012年7～9月期に貿易統計ベースのドル建て輸出額は前年比▲11.6%と二桁減少を余儀なくされたが、その後10～12月期、2013年1～3月期と減少幅を縮小、4～6月期には2.3%と5四半期ぶりのプラスへ転じた。レアル建に換算したベースでも1～3月期の前年比4.2%が4～6月期には8.0%へ、伸びが高まっている。なお、仕向け地別には中国向けが14.9%（1～3月期▲2.2%）と4四半期ぶりの増加に転じたのが目立つ。

国内自動車生産の競争力回復

こうした輸出の持ち直しと整合的なかたちで、国内の製造業生産も回復しており、製造業生産は4～6月期に前年比5.0%（1～3月期▲0.1%）と7四半期ぶりの拡大へ転じた。内訳を見ると、自動車関連セクターの回復が顕著である。完成車のみならず、エンジンなどの部品生産や金属などの素材生産が拡大している。

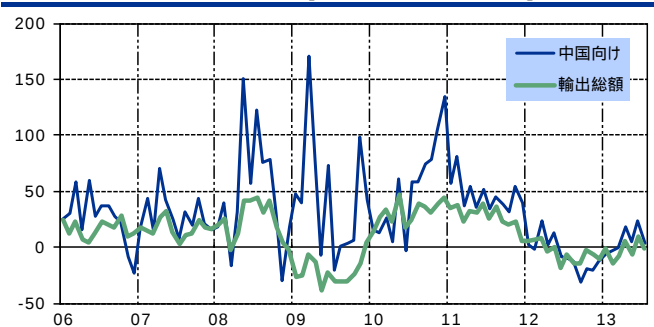
なお、新車販売台数は1～3月期に前年比1.5%まで減速した後、4～6月期に7.8%へ加速したが、国産車が10.4%（4～6月期6.3%）と高い伸びを示し、全体をけん引している。通貨高の影響から2011年に

実質GDP（前期比年率、%）



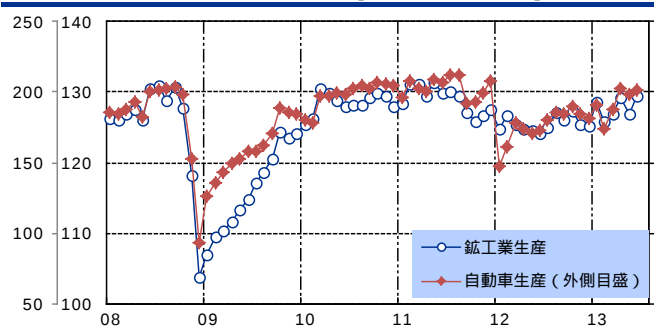
(出所)CEIC

輸出額の推移（ドル、前年比、%）



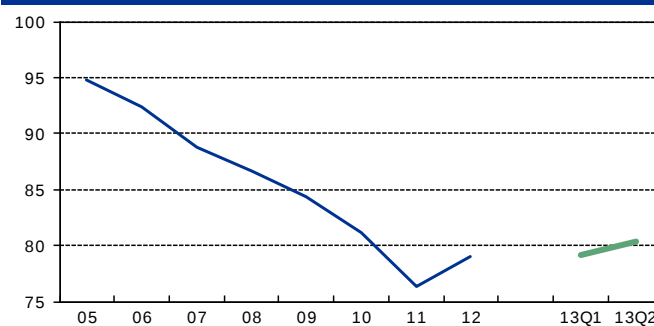
(出所)CEIC Data

鉱工業生産の推移（2002=100）



(出所)CEIC

新車販売に占める国産車比率の推移（%）



(出所)CEIC Data

76.4%へ低下した販売に占める国産車の比率は、2012年からブラジル政府がメキシコ生産車に輸入枠を設定したことなどを受け、2012年に79.1%へ回復した。2013年に入ってから、通貨安とブラジル国内での自動車産業集積による国内生産増加により、1～3月期79.2%、4～6月期80.4%と更に上昇している。

固定資本形成が2四半期連続で大幅に拡大

輸出と並んで、4～6月期に成長を押し上げたのは固定資本形成である。固定資本形成は1～3月期の前期比年率20.4%に続き、4～6月期も15.1%と高い伸びを示し、成長率を3.0%Pt（1～3月期3.8%Pt）も押し上げた。国内で資本財生産が増加しているほか、海外からの資本財輸入も過去最高に達している。こうした固定資本形成の拡大については、政府による固定資本支出拡大策や2014年サッカーワールドカップや2016年の夏季五輪等を控えてのインフラ整備事業がカンフル剤になっていると考えられる。また、民間の設備投資も徐々に持ち直しつつある模様である。政策に対する不透明感から先送りされていた自動車産業などの投資が再開されているほか、リアル高修正に伴う競争力回復を踏まえた設備投資意欲の高まりも見られる。なお、第二部で述べるように、ブラジルは過剰消費、投資不足の状況にあり、また他の新興国との対比でも投資比率の低さが目立つ。従って、足元の投資拡大は望ましい動きと言える。

通貨安がインフレ圧力に

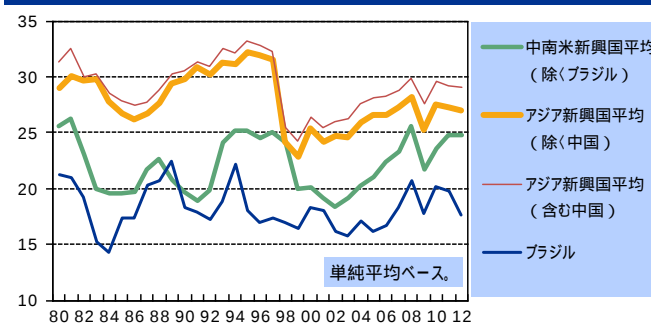
一方、通貨安は、輸出や生産に好影響を及ぼす一方で、個人消費に対しては押し下げ圧力となっている。

まず、消費者物価に相当するIPCAは2013年に入り、前年比上昇率が6%を超え、6月には6.7%まで上昇した。7月は前月比で横ばいへ転じ（6月0.4%）、前年比は6.3%まで低下、上昇圧力は一旦和らいだものの、これは干ばつによる不作などで上昇していた食料品の上昇が和らいだ影響が大きい。食料品以外については未だ上昇圧力の緩和は見られず、更に、5月以降のリアル急落による輸入物価上昇圧力が今後強まる可能性が高いため、予断を許さない。こうした高インフレが実質可処分所得の増加ベースを抑制し、個人消費に悪影響を及ぼしている。

BCBは大幅利上げ

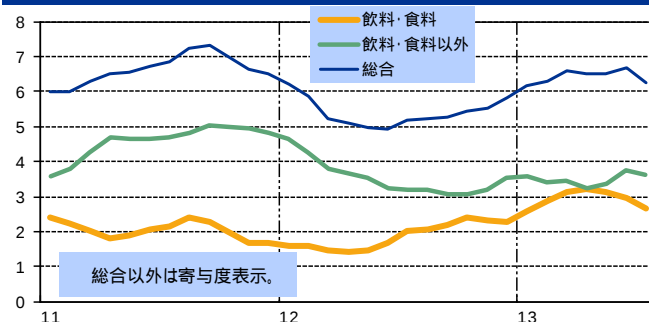
また、ブラジル経済が未だ低空飛行状態にあるにも関わらず、インフレ率の上昇と過度な通貨安を抑制する目的から、BCBが2013年4月から大幅な利上げへ転じたことも、金利負担の増大などを通じて、個人消費を圧迫している。直近8月末のCOPOM（金融政策決定委員会）でも、BCBは50Bpの利上げを行い、政策金利SELIC金利は9.0%、累計の利上げ幅は175Bpに達した。2011年半ばから2012年10月に政

投資比率の推移（%、対名目GDP）



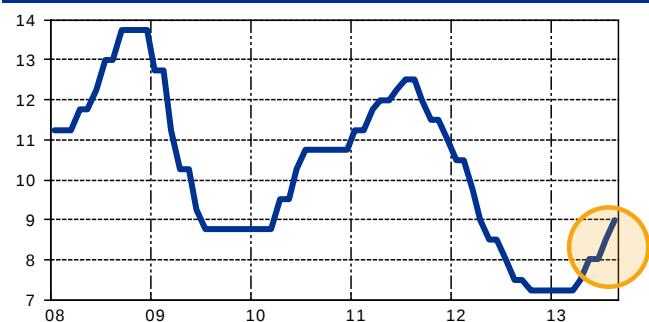
(出所)IMF WEO Apr.2012

IPCAの推移（前年比、%、%Pt）



(出所)CEIC

SELIC金利の推移（%）



(出所)CEIC Data

策金利を 525Bp 引き下げたが、既にその三分の一相当を吐き出している。インフレ懸念が解消されていないため、利上げは今後も継続され、政策金利は来年にかけて 10%の台に載せる可能性が高い。

雇用情勢の改善が鈍り、マインドは大幅に悪化

2012 年からの景気減速の下でも、雇用所得環境は悪化を回避してきたが、4～6 月期以降は陰りがみられる。雇用者数の増勢が鈍り、失業率は引き続き低水準にあるものの、じりじりと上昇している。景気減速が遅行データである雇用情勢へ漸く及んだほか、金利上昇による企業マインドの低下が新規雇用の抑制に繋がっている。また、公共交通機関の値上げに端を発した大規模デモの影響もあり、消費者信頼感指数(2005 年 9 月=100)は 7 月に 108.3 と金融危機以来の低水準まで下落した。2012 年 4 月のピークから見ると 16%もの大幅な低下である。

個人消費は低迷

こうした様々な逆風を受けて、個人消費は低迷している。2012 年に個人消費は前年比 3%程度増加したが、2013 年に 1～3 月期は前期比年率▲0.1%と 2011 年 7～9 月期以来の減少を記録、4～6 月期は 1.0%とプラスにこそ転じたものの、極めて低い伸びにとどまった。実質小売売上高で、個人消費の内訳を見ると、飲食料品や衣料品などが落ち込んでいる。また耐久財では自動車関連や白物家電が持ち直す一方、コンピューター関連は低調だった。

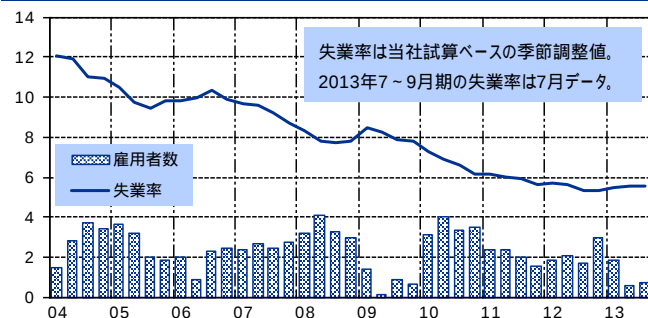
ブラジル経済が抱えた歪み

以上の最近の経済動向を踏まえて、金融危機以降のブラジル経済を総括すると以下のとおりである。

ブラジル経済は、レアル高と資源価格の上昇がもたらした交易条件の向上による国内購買力の拡大を受けて、金融危機後に、輸出と個人消費をけん引役に、2010 年に 7.5%の高成長を遂げた。前年高成長の反動もあり、2011 年は 2.7%へ成長ペースが鈍化したが、2 年間の平均成長率は年率 5.1%に達する。

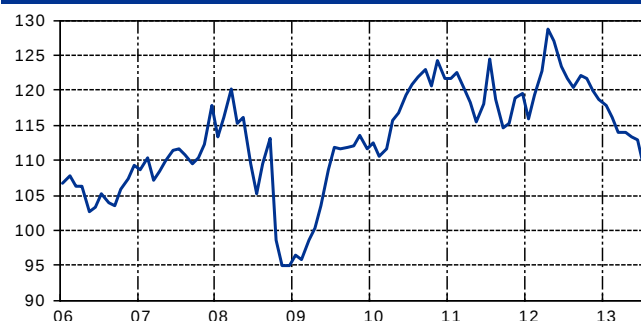
しかし、高成長が十分な国内投資の拡大を伴わなかったために、資源セクター以外の多くの国内産業では競争力が低下した。中国経済の減速を受けた資源価格の下落により、交易条件が 2012 年以降に悪化すると、製造業を中心に成長ペースが低下し、ブラジル経済全体も 2012 年に 0.9%と極めて低い成長率を余儀なくされた。資源価格の下落や成長率の低下は更なる通貨安を招来し、ブラジル経済は景気低迷とインフレ率の

雇用者数と失業率(前年比、%)



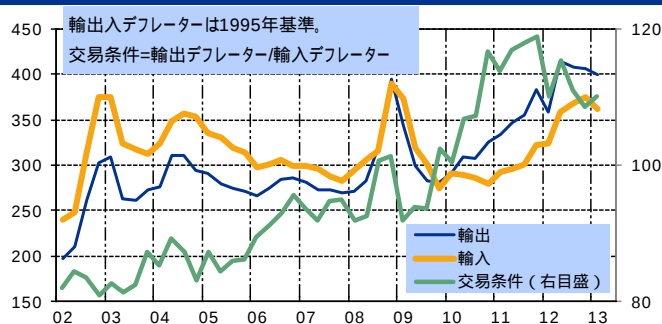
(出所)CEIC Data

消費者信頼感指数 (Sep2005=100)



(出所)CEIC Data

輸出入デフレーターと交易条件の推移



(出所)CEIC Data

上昇が併存するスタグフレーション的な状況に陥ってしまった。2012 年は極めて低い成長率に関わらず、インフレ率が 5.4%（2011 年 6.6%）と高止まりした。

通貨安は、輸出品の価格競争力の向上を通じて景気回復に繋がるという調整機能を有するが、資源分野については通貨安の調整メカニズムが働きにくい。加えて、それまでの投資不足による競争力の低下が、製造業における通貨安の恩恵を弱めた。

2012 年は、輸出が全般的に低迷する一方で、2011 年迄の過剰消費構造がラチェット効果により温存され、加えてブラジル政府による刺激策もあり、個人消費が底堅さを維持したため、輸入は拡大基調が続ぎ、貿易収支が大幅に悪化した。貿易黒字は、2011 年の 298 億ドルが 2012 年には 194 億ドルへ急減している。更に、2013 年 1～3 月期には赤字方向へ振れやすい季節性も手伝い、52 億ドルの貿易赤字へ転落した。4～6 月期には輸出の復調もあって 21 億ドルの黒字に復帰したものの、未だ黒字幅は僅かである（1～3 月期及び 4～6 月期の貿易収支は未季節調整値）。こうした貿易収支の悪化により、経常収支の赤字幅も 2011 年名目 GDP 比▲2.1%が 2012 年に▲2.4%へ拡大、季節調整を施していないベースではあるが、2013 年に入り 1～3 月期▲4.5%、4～6 月期▲3.2%と更に赤字幅が拡大している。こうした経常収支の赤字は、2012 年までは、安定的な資金である直接投資資金の流入によりファイナンスされてきたが、2013 年に入り、経常収支赤字額が、直接投資資金による流入額を上回る場面も見受けられる。

成長率見通しは 2013 年 2.7%、2014 年 3.3%

4～6 月期の前期比年率 6.0%もの高成長は出来過ぎだが、通貨安が輸出回復へ繋がりがつつあるため、製造業生産の増加や投資拡大がけん引するかたちで、ブラジル経済は最悪期を脱したと考えられる。しかし、高インフレを受けた可処分所得の目減りなどにより個人消費の拡大が見込めず、成長率の大幅な上昇は期待できない。また、5 月以降の通貨安によりインフレ圧力が再び強まるため、BCB が当面利上げを継続すると見込まれる点も、経済成長の抑制に働く。成長率予想は 2013 年 2.7%、2014 年 3.3%である（従来は 2013 年 2.7%、2014 年 3.8%）。

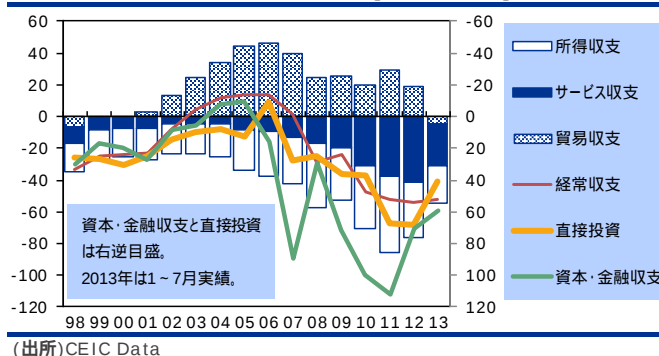
こうしたメインシナリオにおける最大の問題は、レアル急落が示唆する資本流出などのショックを吸収できるだけの耐久力を、ブラジル経済が有しているか否かである。以下では、そうした耐久力に関して考察する。

2. ブラジル経済の耐久力

通貨安圧力は当面残存

足元の投資拡大など緩和へ向かう兆しはあるものの、ブラジルが抱える経常赤字の拡大と過剰消費の併存は、国内貯蓄の不足及び投資不足を示唆する。これは投資不足を一因とする国内生産の競争力低下とも整合する。従って、消費から投資へのシフトを促すために、輸出拡大に繋がる通貨安が正当化される。この点はブラジル政府も認識しており、マンテガ財務大臣は通貨安自体をそもそも否定していない。また BCB による為替介入があくまでも急激な為替変動を抑制し、経済主体に為替変動のヘッジ手段を提供すること

対外収支の推移（10億ドル）



を目的としている点からも、同様の認識を確認できる。

多くの新興国は、米国による金融緩和政策の縮小と中国経済の減速の下で逆風に晒されているが、全ての国の通貨が急落している訳ではない。ブラジルの通貨レアルの下落が急な背景には、通貨高局面においてブラジル政府が過剰消費を抑制できず、故に輸入急増による経常収支のインバランスを招いてしまった点、

輸入インフレを別としても中央銀行が十分にインフレ圧力を抑制できていない点がある。低成長に苦しみながら、金融政策をインフレ抑制に割り当てざるを得ないのは政策運営の失敗のツケと言わざるを得ない。

同じ中南米諸国でも、ブラジル・レアルに比べ、メキシコ・ペソの下落が限定的なのは、輸出の大部分を占める米国向けの持ち直しが期待できる点が大きいものの、インフレ圧力が抑制され、景気刺激方向への金融政策の発動余地が残されている点も無視できないだろう。景気低迷にも関わらず、金融政策の発動余地が少ない国が、為替市場において攻撃を受けていると言える。

こうした構造的な問題を踏まえると、インフレ圧力が残存するブラジルについては、当面は通貨安の継続が見込まれる。従って、レアル安の継続を踏まえつつ、ブラジル経済の耐久力を考える必要がある。

財政にはなお余裕

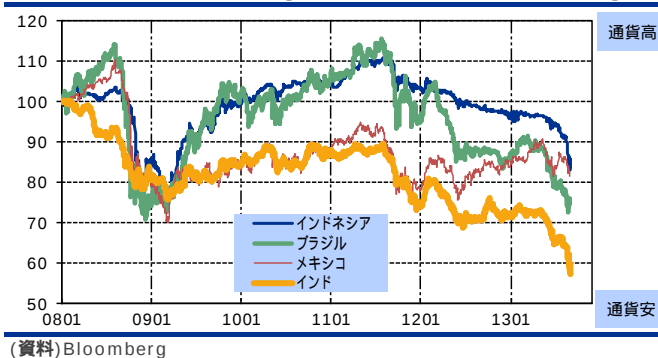
複雑で多段階に渡る税制やインフレ整備の遅れなど、ビジネス面におけるブラジルコストの解消は遅れているものの、過去に比べ、ブラジル経済のショック耐久力は明らかに増している。まず、第一に、財政面の安定性が挙げられる。財政責任法の制定による財政赤字の膨張抑制を受けて、財政収支や債務残高は安定的に推移している。2012年以降は、減税などによりプライマリーバランスの黒字拡大は止まったが、それでも財政状況は健全さを維持していると言える。

外貨準備は十分な規模に

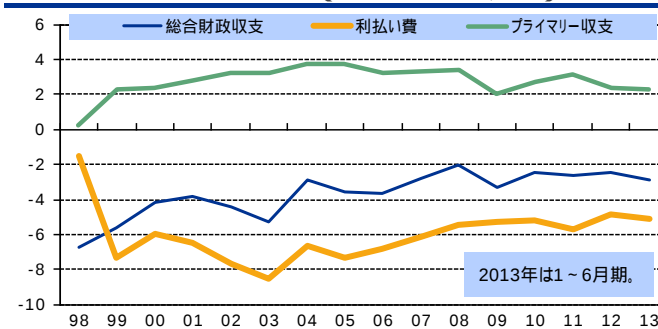
第二に、通貨危機などに際して最後の備えとなる外貨準備が大幅に積み増されている。ブラジルの外貨準備高は過去10年で約10倍の3,700億ドルに達し、月間輸入額に対する比率で見ると、主要な中南米諸国の中でも極めて高い部類となっている。

ブラジルの外貨準備高は月間輸入額(財・サービス計)

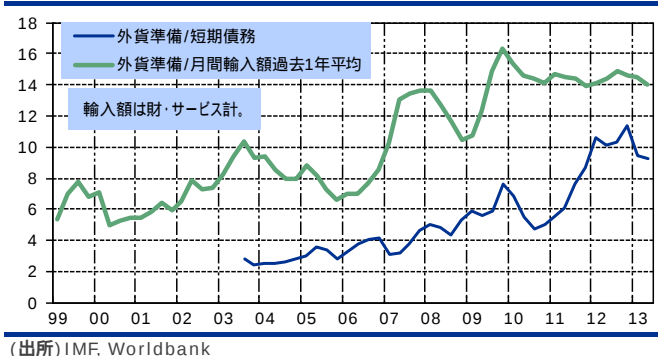
新興国通貨の推移 (2008年初=100、対ドル)



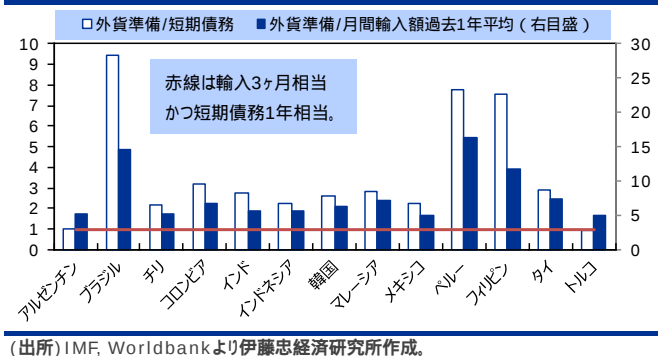
財政収支の推移 (名目GDP比、%)



ブラジルの外貨準備保有度合い(倍)



新興国の外貨準備保有度合い(倍)



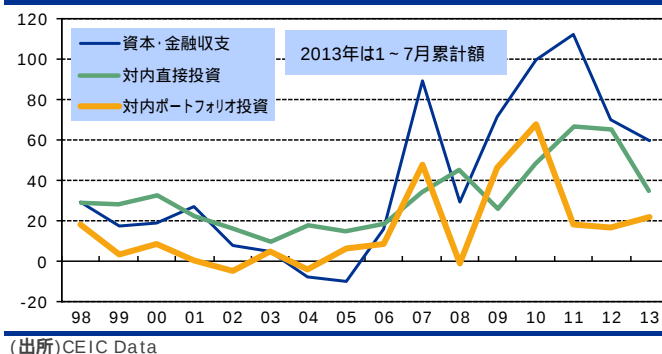
の14ヶ月分、短期債務残高の10倍程度に達し、絶対水準として、一定の資金流出に対して十分に対応できる規模と判断できる。また、他の中南米やアジアの新興国との対比で見ても、ブラジルはペルーやフィリピンと並んで高水準の外貨準備を保有している³。

なお、2010年から2013年7月までの対内ポートフォリオ投資による資金流入額は累計1,248億ドル⁴に達するが、それでも現在の外貨準備保有の約3分の1にとどまる。乱暴な試算だが、流入額の全額が流出しても外貨準備の範囲内と言える。少なくとも短期的に、ブラジルが、資金流出により資金不足など危機的な状況に陥る可能性は低いと論じることが可能である。

ブラジルに必要な改革

もちろん、現在の状況を放置し、レアル安圧力が継続すれば、折角の備えが失われていく。ブラジル中央銀行はアウトライトでのドル売り介入を実施しておらず、他の新興国のように外貨準備の目減りは今のところ生じていない。そのため、通貨安に対する最終手段をなお温存しているとも言える。しかし、出来る限り早期に、ブラジル国内において必要な改革を進めていく必要があることに変わりはない。具体的には、まず、不足が指摘されるインフラを含めた投資促進による、消費から投資へのシフトが欠かせない。これは過剰な民間消費の抑制による民間貯蓄の拡大に加え、政府支出についても消費支出や移転支出から投資重視の姿勢へのシフトが必要と考えられる。また、複雑な税制や法律などの簡素化によるブラジルコストの低減により、海外企業の進出促進を含め、企業部門の活性化を促すことも重要となるだろう。

ブラジルの資本・金融収支（10億ドル）



³ なお、メキシコは外貨準備の他に危機対応としてIMFに対しクレジットラインを72億ドル有しており、それを含めると、輸入額に対する比率は4.9ヶ月から7ヶ月超に変わる。また、チリは、他に巨額の危機対応基金を積み立てている。

⁴ 2009年の増加は2008年の落ち込みの反動として除外した。なお、2009年を含めても、対内ポートフォリオ投資の累計額は1,710億ドルであり、外貨準備の半分未満である。