
ブラジル連邦共和国について

～ 高成長を維持するブラジル経済について～ 2008年11月

ブラジルの概要

面積：854.74万km²(**世界第5位**)

首都：ブラジリア

言語：ポルトガル語

人口：1億8,930万人(2007年 **世界第5位**)

国家元首：ルイース・イナシオ・ルーラ・ダ・シルバ大統領
(2007年1月再選、任期4年)

政治体制：連邦共和制

名目GDP：1兆3,141億9,748万ドル (2007年 **世界10位**)

1人当たりGDP：6,938米ドル(2007年)

通貨：ブラジル・リアル(1リアル=45.95円)
(2008年11月5日現在)

実質GDP成長率：5.4%(2007年)

信用格付け：BBB- (S&P 外貨建長期債務)
Ba1(ムーディーズ 外貨建長期債務)

成長率と人口の規模

ブラジルは世界のGDPの2.4%を占め、規模としては第10位となる。
人口は世界5位。

名目GDP (2007年)

順位	国名	GDP(10億ドル)	全世界に対する割合
1	米国	13,807.55	25.3%
2	日本	4,381.58	8.0%
3	ドイツ	3,320.91	6.1%
4	中国	3,280.22	6.0%
5	英国	2,804.44	5.1%
6	フランス	2,593.78	4.7%
7	イタリア	2,104.67	3.8%
8	スペイン	1,439.98	2.6%
9	カナダ	1,436.09	2.6%
10	ブラジル	1,313.59	2.4%
全世界		54,672.55	100.0%

人口(2007年)

順位	国名	人口(百万人)	全世界に対する割合
1	中国	1,321.1	20.2%
2	インド	1,169.0	17.8%
3	米国	302.0	4.6%
4	インドネシア	224.9	3.4%
5	ブラジル	189.3	2.9%
6	バングラディッシュ	159.0	2.4%
7	パキスタン	158.2	2.4%
8	ナイジェリア	143.9	2.2%
9	ロシア	142.1	2.2%
10	日本	127.8	1.9%
全世界		6552.1	100%

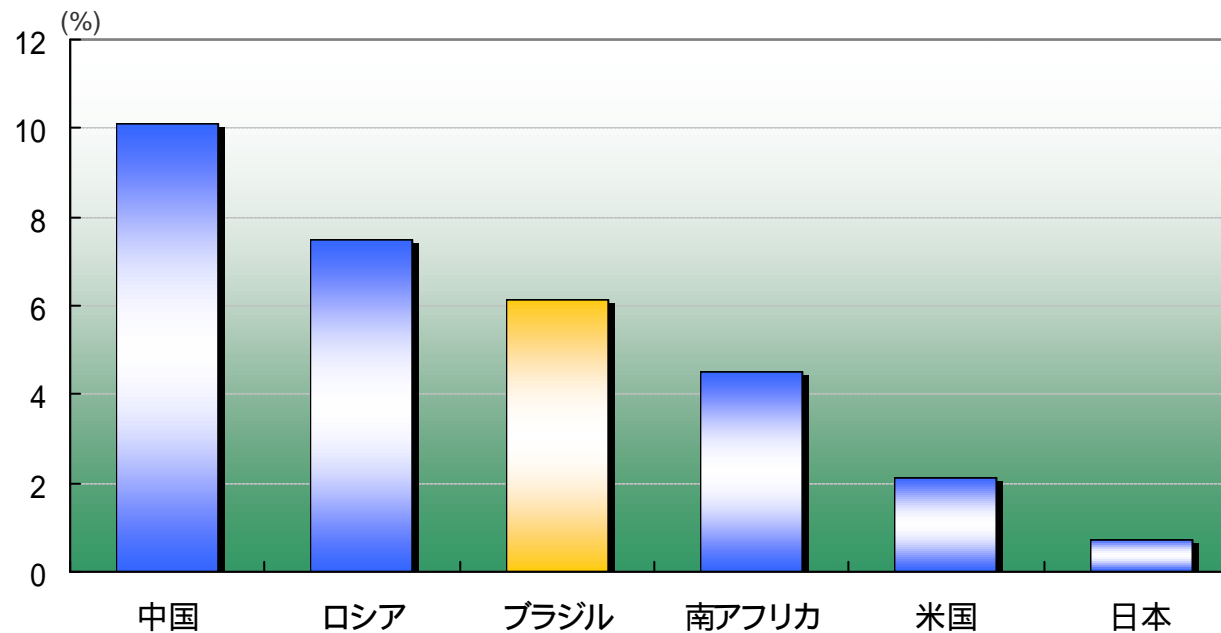
出所 2008年10月時点のIMFデータよりBNPパリバ証券作成

GDPの伸び率は新興国中で高水準

2007年は消費・設備投資とも高い伸びを示し、通年の成長率は5.4%に達した。

2008年は、上期の金融引き締め・輸出の寄与度低下と下期の通貨・金融市場の混乱により5.3%に減速し、2009年には2.6%に減速すると思われるが、他の新興国と比べて比較的高い水準にとどまるとされる。

2008年6月期 主要新興国の実質GDP比較(前年同月比成長率)

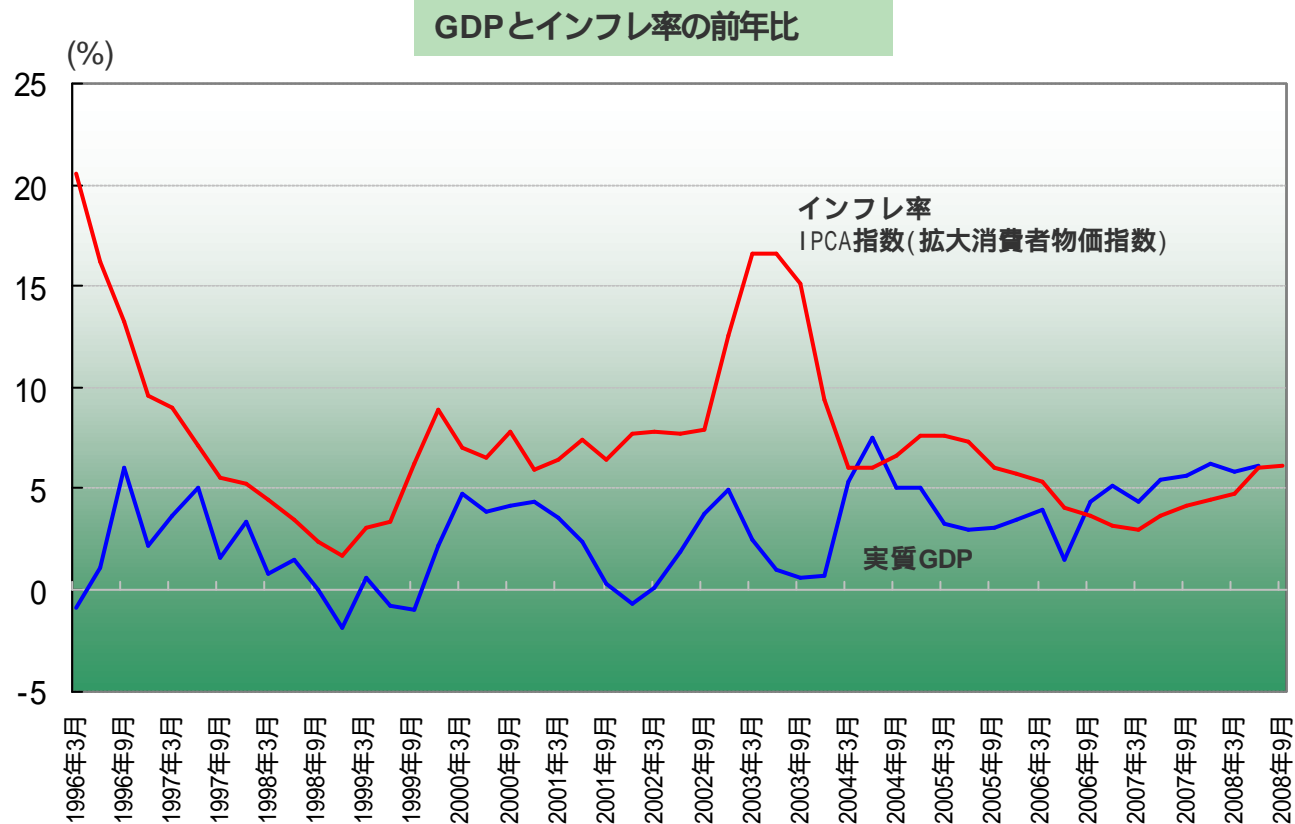


出所: BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

GDPとインフレ率の前年比

90年代半ばにハイパー・インフレを経験したが、この10年あまりについては成長率・インフレ率とも落ち着いた推移となっている。

2002年には大統領選を控えた時期に政権交代リスクから通貨が売られ、インフレ・金利とも上昇したが、選挙後にルーラ政権に対する信認が高まり、急速にインフレは低下した。ただし2008年下期からは成長が減速する一方でインフレは高止まりする公算が高い。

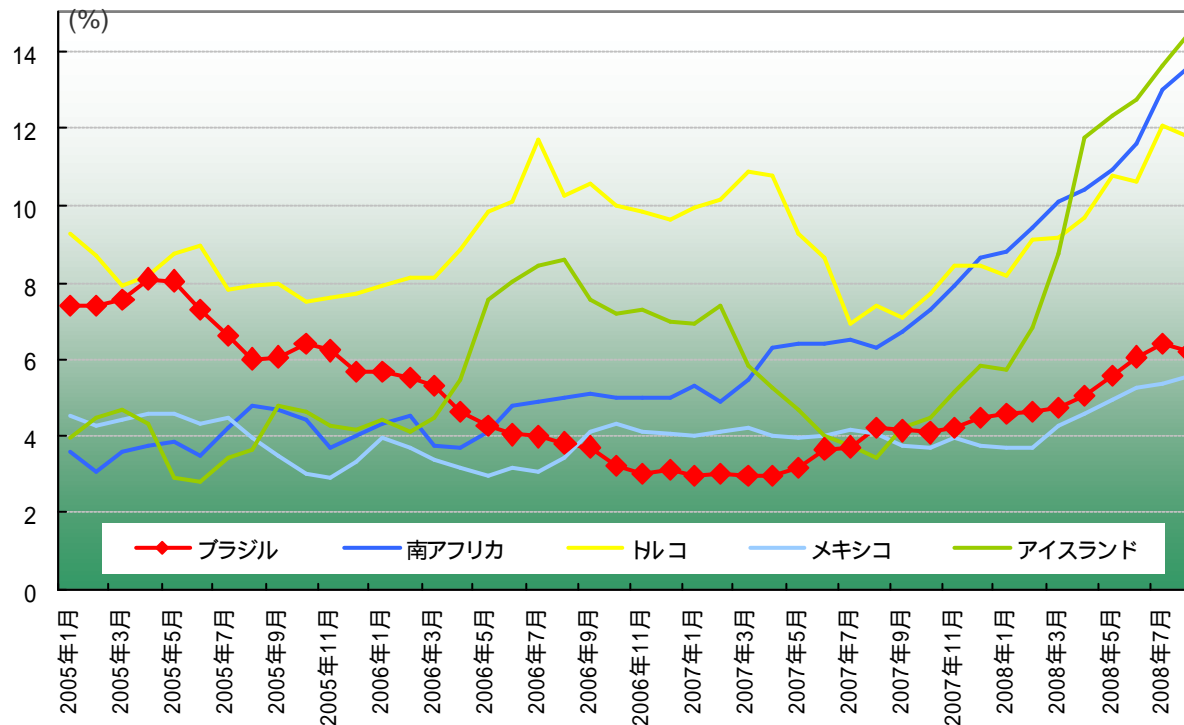


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

新興国中では比較的低いインフレ率

エネルギーと食品価格の上昇が加速したため新興国のインフレ率は総じて上昇が加速した。ただしブラジルにおいては、中銀のインフレ抑制政策・為替レートを高い水準で安定させる政策から、他国と比べてインフレ圧力は抑制されている。

高金利通貨国の消費者物価指数の比較(前年同月比)

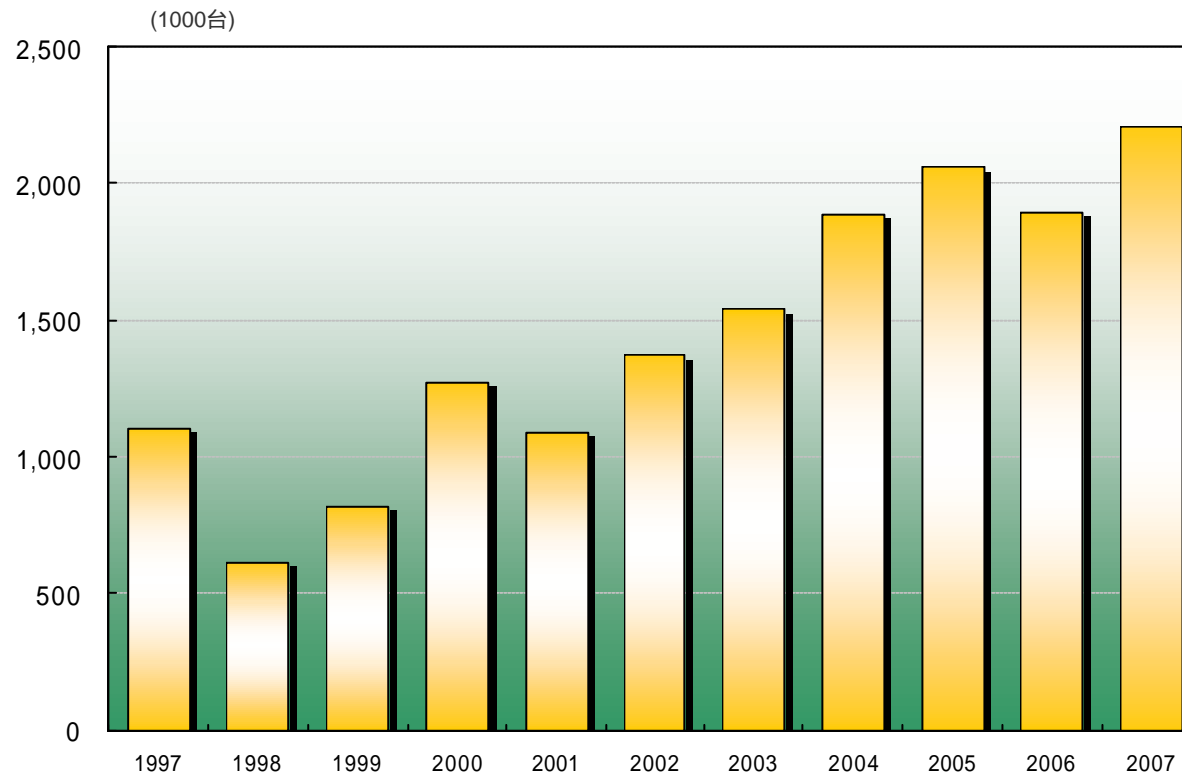


出所 BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

旺盛な自動車生産需要

自動車の生産台数は、乗用車・トラック・二輪車とも世界で10位以内(2006年実績)

ブラジルにおける自動車生産台数の推移



出所: BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

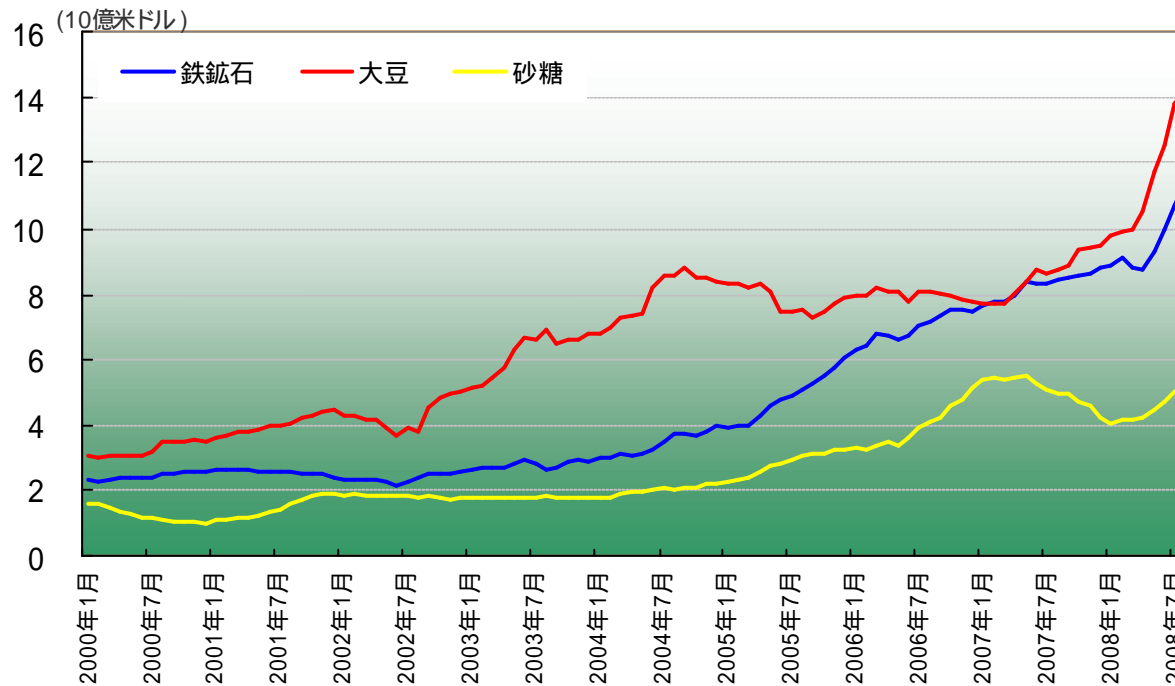
一次産品の成長寄与度が高い

世界最大の産出量を誇る鉄鉱石を中心に一次産品の輸出が成長に寄与している。

世界的なエタノール需要の高まりから砂糖に対する需要も堅調に推移している。

もっとも、2008年下期以降は、主要国の景気減速が一段と進行し、輸出額は減少に向かう

主な資源および農産物輸出額の推移



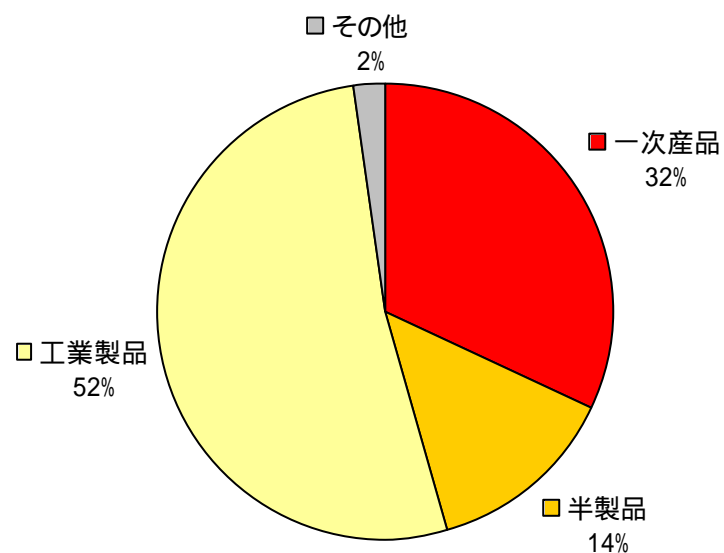
*上記のデータは、輸出額の12ヵ月移動平均をもとに作成しております。

出所：BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

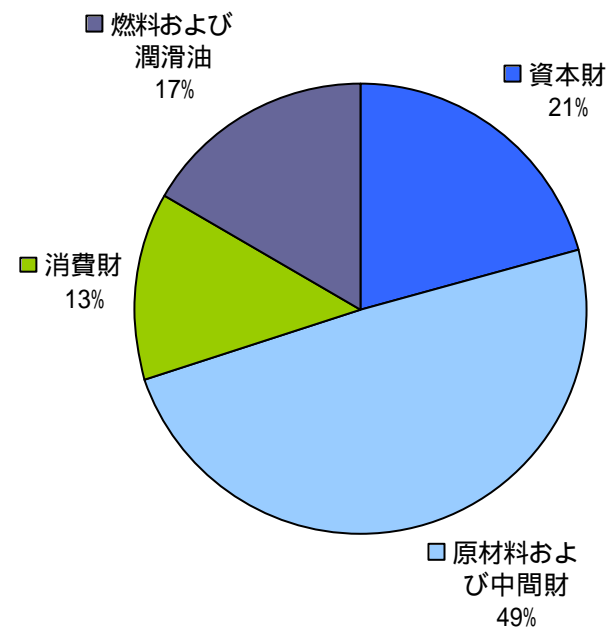
輸出入の品目別内訳

輸出は、一次産品では鉄鉱石(輸出額は世界一)が主力で、工業製品では自動車とエタノールの伸びが高い。
輸入では、レアル高を反映して近年では乗用車・家電など消費財の伸び率が高い。

輸出構成比 (2007年)



輸入構成比 (2007年)



出所 2008年版ジェトロ貿易投資白書よりBNPパリバ証券作成

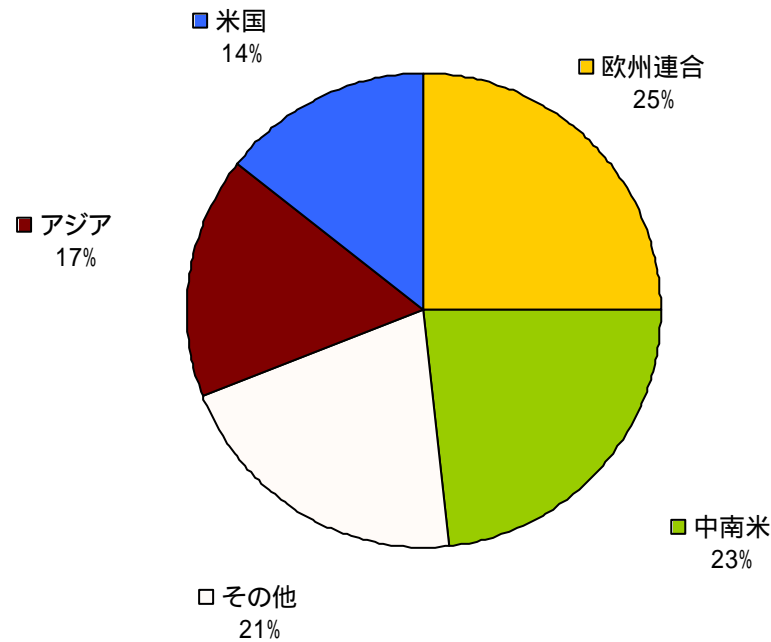
輸出入の相手地域別内訳

輸出入とも単独では米国が最大の相手国で、エタノール輸出額の半ばが米国向けとなっている。

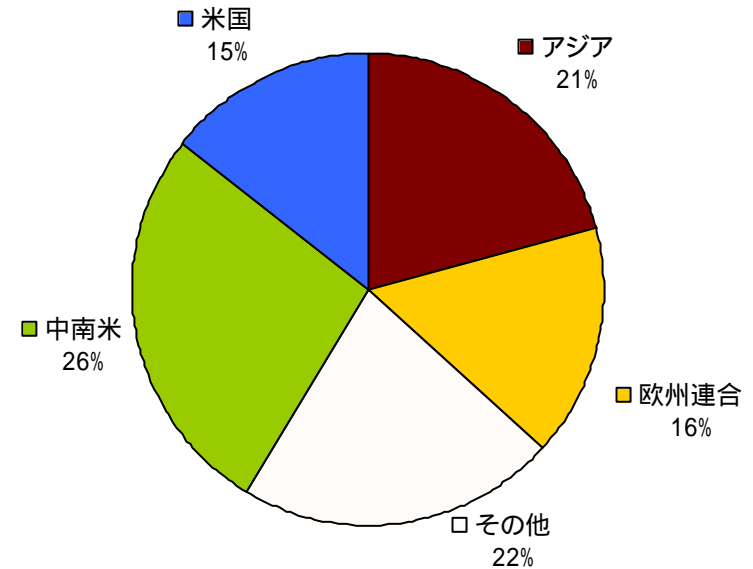
ただし、地域で見れば欧州連合とアジア向けがいずれも米国向けを上回っている。その分、米国の成長減速から受ける輸出面での押し下げ効果はある程度緩和される。

アジアでは輸出入とも中国が最大のシェアとなっている。

輸出構成比 (2008年1月～8月)



輸入構成比 (2008年1月～8月)



出所：ブラジル中央銀行よりBNPパリバ証券作成

1999年の「3本の柱」

・ブラジルは70年代に高度成長を遂げた後、80年代から90年代にかけてインフレ上昇と財政赤字拡大から通貨価値が大きく変動し、低成長時代が続いた。

但し99年には3本の柱に基づいた政策を打ち出したことから、成長率・インフレ率・財政収支とも格段に安定してきた。

・この3本柱とは・・・



完全な変動為替相場制

(成長率やインフレ率の格差を考慮せずに対主要通貨で固定レートを維持する政策からの脱却)



インフレ・ターゲット制の金融政策へのシフト

(インフレ目標との整合性を重視する金利設定によりインフレ率の安定を目指す)



財政規律の強化

(地方自治体が赤字補填の必要性がある時は、中央政府が国債を発行しこれを補填する)

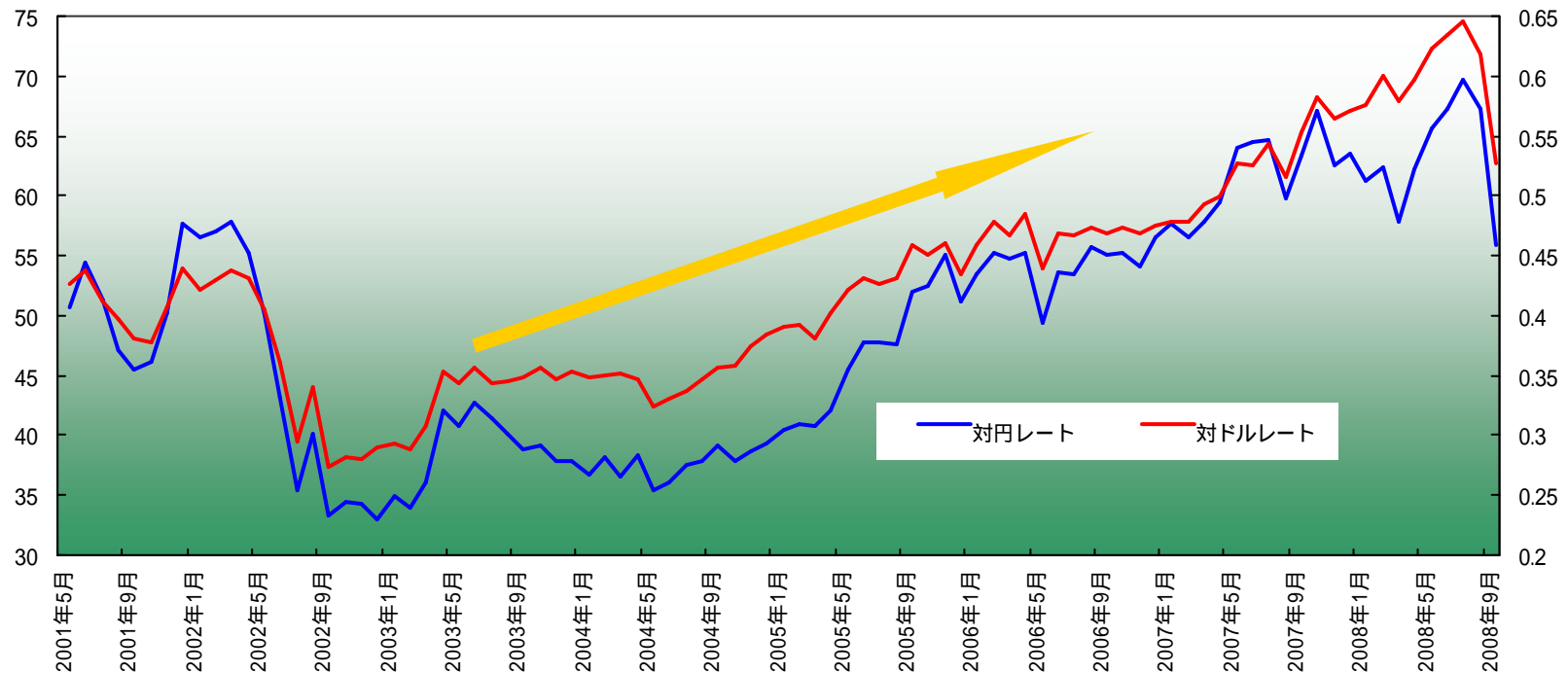
為替レートは対ドル・対円で下落したが...

米国向け輸出の減速や株式の配当支払額増加は対外収支にマイナス要因ながら、対内直接投資の多額の流入がこれを相殺してきた。2008年第3四半期中の信用・通貨市場の混乱を経て、株・債券・預金への海外からの流入はペースダウンする見込み。ただし、直接投資のネット流入額が引き続き高く、経常収支の赤字を現時点では相殺しており、対外収支環境は新興国の平均と比べて悪くない。2009年半ばに米景気回復期待が高まり、商品市況が徐々に回復すれば、レアルは対主要通貨で反発すると思われる。

ブラジル・レアル 対円 USドル為替レートの推移

1レアル=円

1レアル=USドル

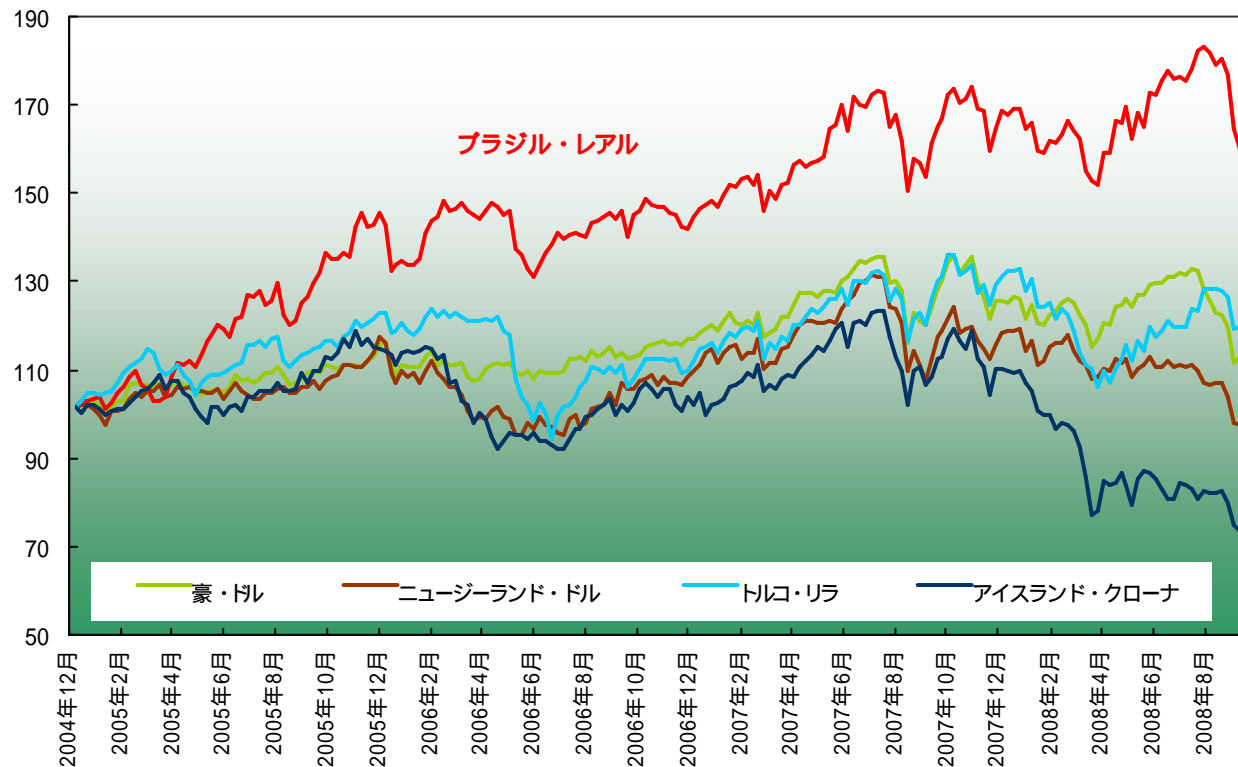


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

高金利通貨中では安定したパフォーマンス

新興国中では成長率の推移とその構成項目間の均衡が良好で、かつ対外収支も均衡度が高いため、為替レートは相対的に高水準で推移し、かつ安定したパフォーマンスを示している。

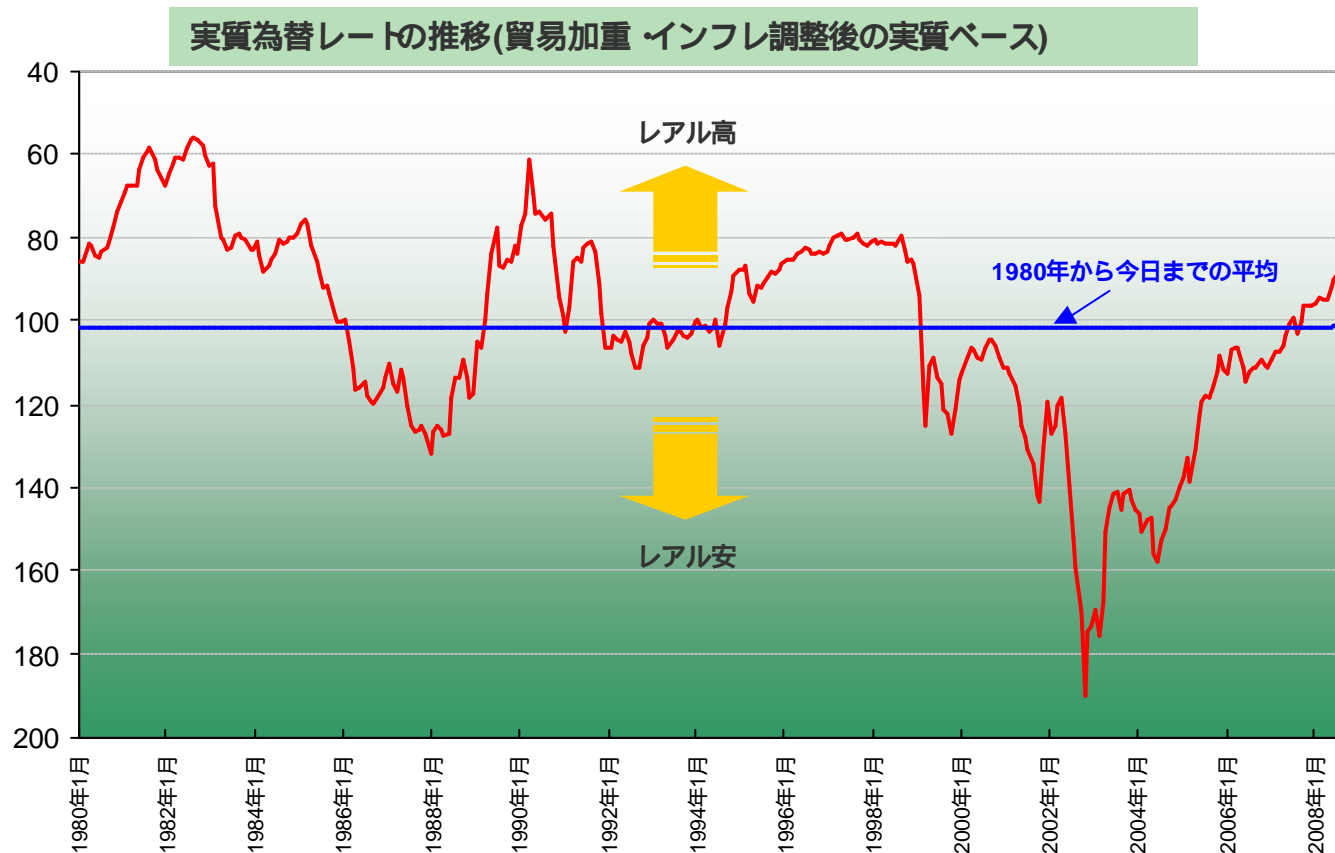
高金利通貨 対円為替レート・パフォーマンス比較(2004年12月10日 = 100)



出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

為替レートは80年代以降の平均近くで推移

- ・2002年には大統領選を控えて政策不透明感からレアルは投機的な売りを浴び、為替レートが大幅下落した。
- ・その後はルーラ政権に対する信認が高まり穏やかに反発した。現在の水準は貿易加重・実質ベースでは1980年代以降の平均に近い。
- ・つまり為替レートは成長に対して中立的な水準にあると見てよい。



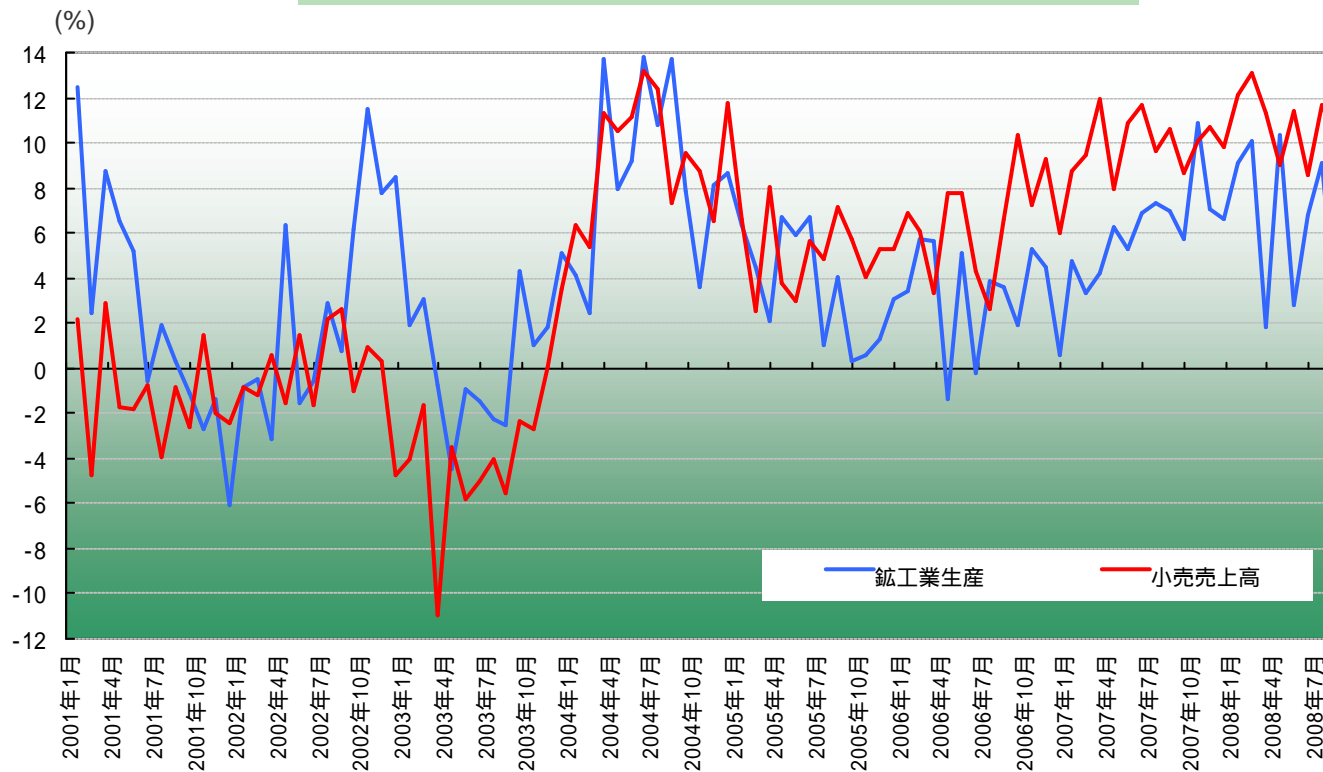
出所 BCB

生産と消費は高水準で安定

輸出の寄与度がマイナスに転じたものの、国内の消費は堅調な伸びを維持している。

- 但し、今年に入り消費が堅調な割りに生産に伸び悩み傾向が出てきた。これは、外需の寄与度の低下が背景となっている。
- 2008年下期からは、世界的な信用市場の混乱を受けて減速に向かうのは必至。輸入額減少じたいは貿易収支の改善要因。

ブラジル鉱工業生産と小売売上高の推移(前年同月比)

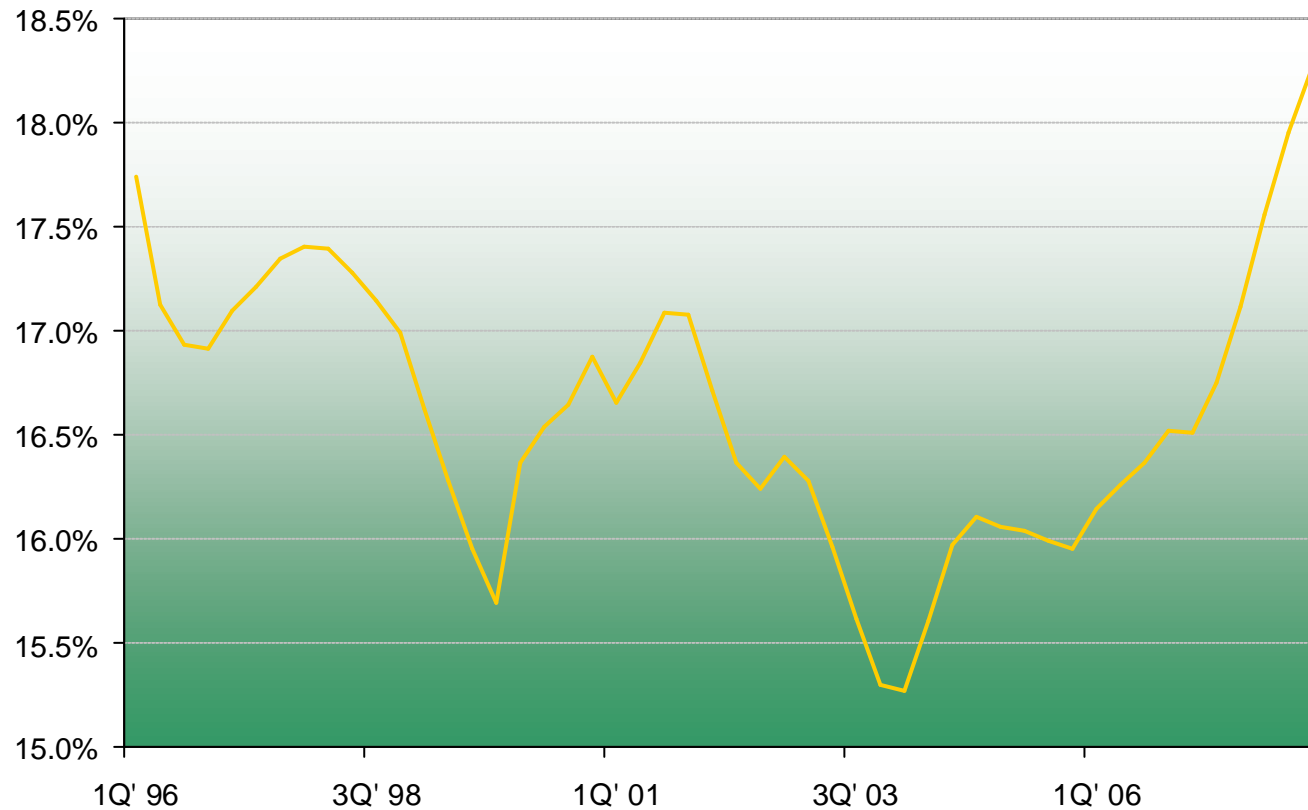


出所 BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

設備投資の寄与度は直近では高水準だが...

設備投資額は今年上期に対GDP比で18%に達しており、個人消費ともども成長の牽引役であり続けていた。
2009年にかけては、こうした投資を賄うための海外資金の流入が縮小するため、伸びが鈍化する公算が高い。

設備投資額の対GDP比(%)

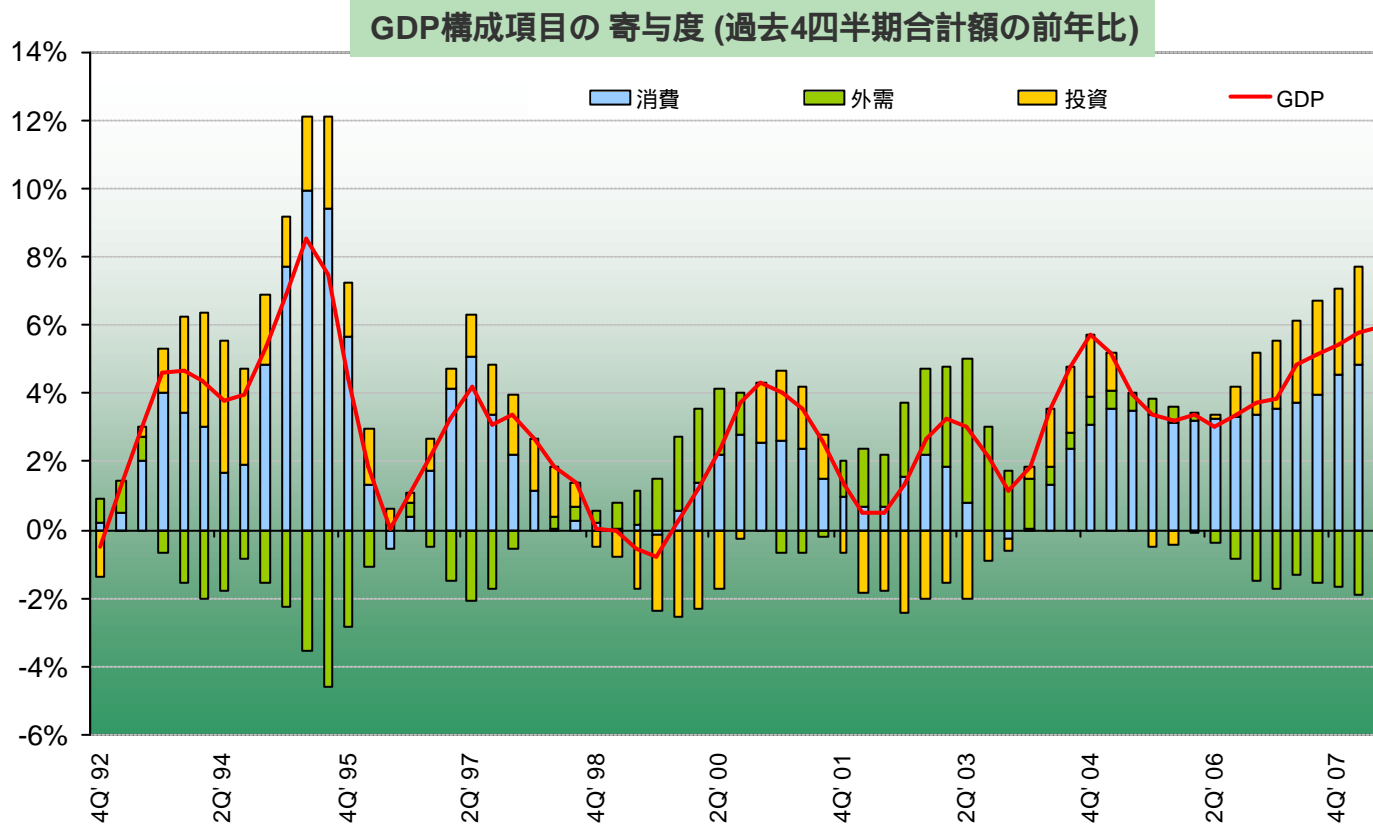


出所: Fiesp, IBGE

消費と設備投資が成長を押し上げてきた

・2003年からは、内需主導の成長率上昇トレンドが鮮明となった。とりわけ2006年から2008年上期にかけて、従来から堅調だった個人消費に加えて、設備投資の寄与度が高まっている。

設備投資の増加に呼応して輸入が増加したため、外需の寄与度にマイナス傾向が出てきた。ただし2009年にかけては内需の伸び鈍化が輸入の減少をもたらすことになる。

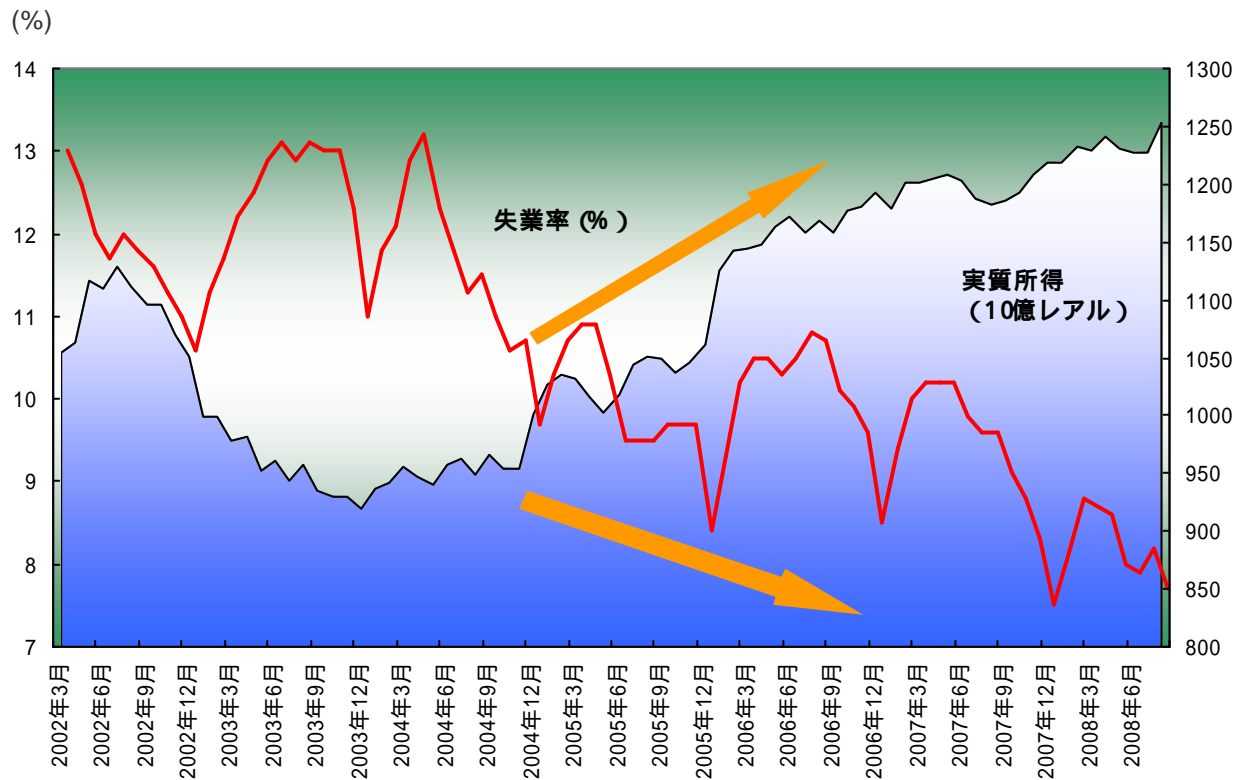


出所：BNPパリバ証券作成 / IBGE

労働市場の条件改善から家計消費が加速

労働需要の増加に応じて家計所得は増加傾向にあり、消費(2007年には前年比で6.5%増加)の支えとなってきた。
2009年には、与信環境や雇用情勢の悪化により個人消費は鈍化するとと思われる。

失業率と実質所得の推移

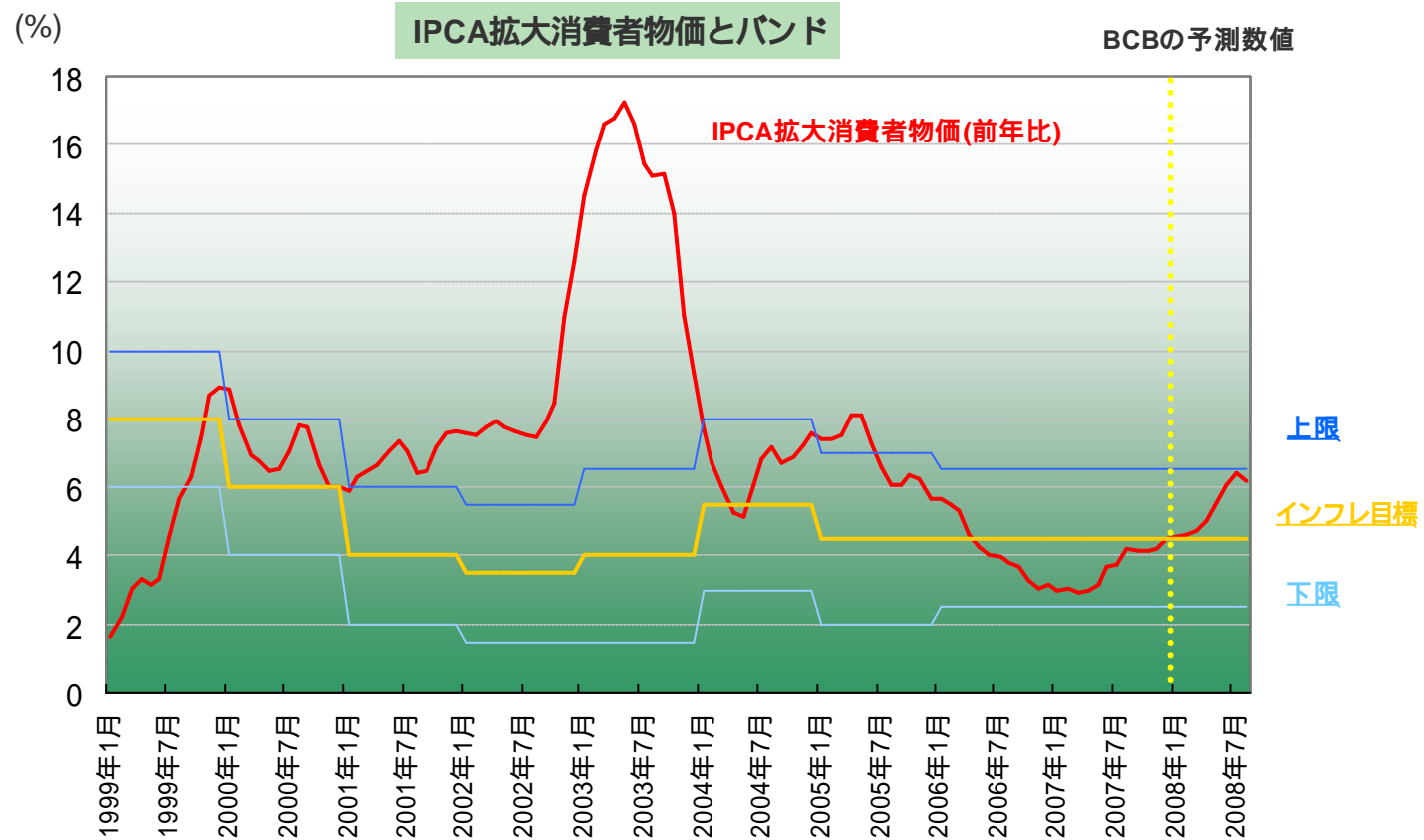


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

IPCAとインフレ目標レンジ

・1999年からインフレ・ターゲット制に基づいた金融政策が行われている。現時点のインフレ目標値は4.5%で、上下各々2%の変動幅が許容レンジとされている。2006年半ばにインフレ率は初めて目標を下回った。

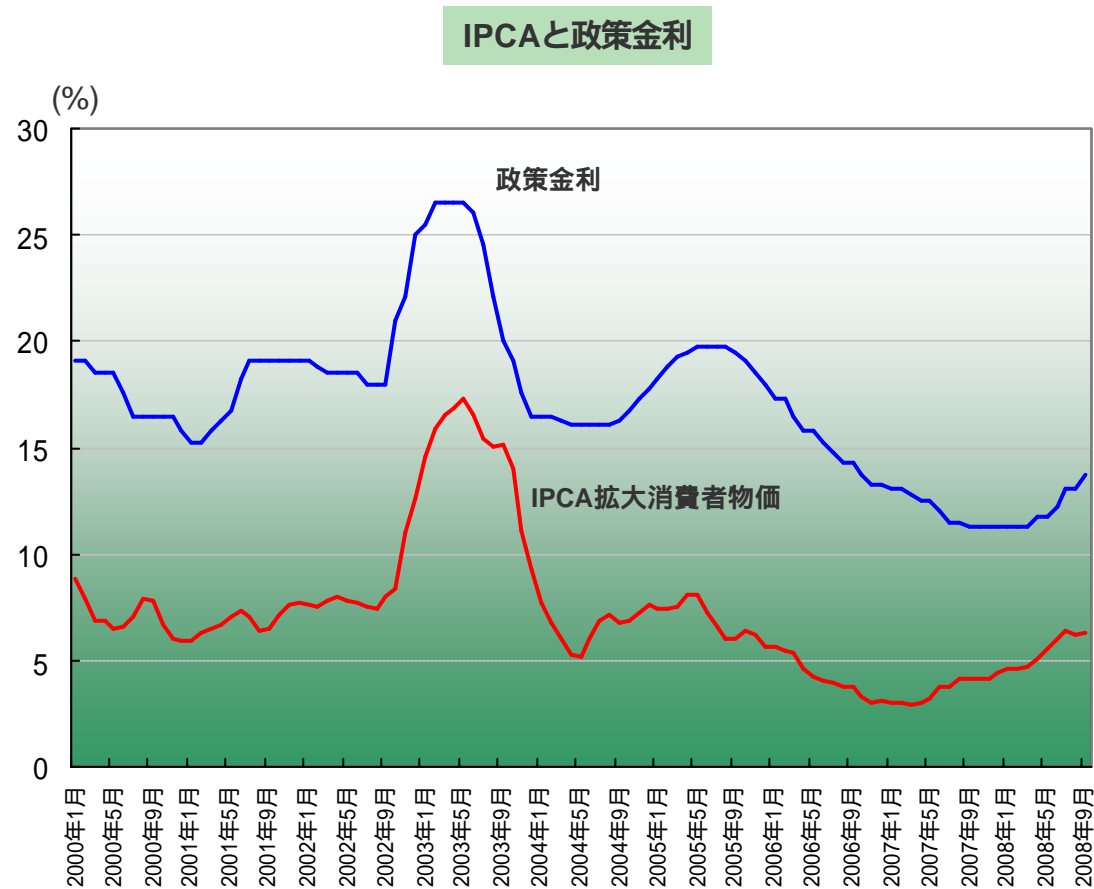
・直近では上限に近づいたため、ブラジル中銀は政策金利を引き上げた。ただし今年の10月には先行き成長減速観測から政策金利据え置きにスタンスを変更した。通貨の下落を防ぎ、かつ残存するインフレ圧力を抑制するため、当面は金利据え置きが続くと思われる。



出所: BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

IPCAと政策金利

過去にハイパー・インフレを経験した経緯から、国民・政府ともインフレに対する警戒が強く、中銀がインフレ・ターゲット制を導入した背景となったが、この金融政策はここ数年で成果を挙げてきた。



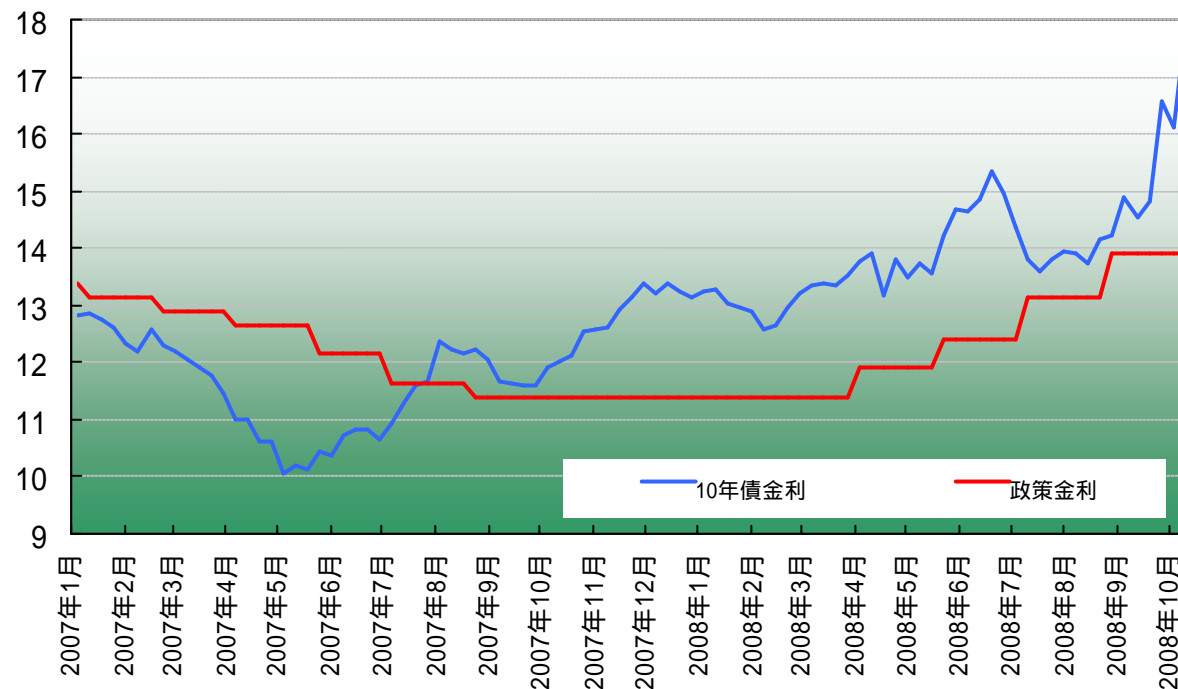
出所 BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

政策金利は当面は据え置き

昨年9月から政策金利は据え置かれていたが、今年の4月・6月・7月・9月に中銀は計250bpの引き上げを行った。

2008年第3四半期中の通貨下落と資本流出リスクは、中銀の先行き成長に対する懸念を高めたと思われ、10月には中銀は据え置きに転じている。当面はインフレ抑制と通貨防衛を目的とし、金利は据え置かれよう。通貨が安定すれば、次に来るのは利下げだろう。

ブラジル10年債利回りと政策金利の推移

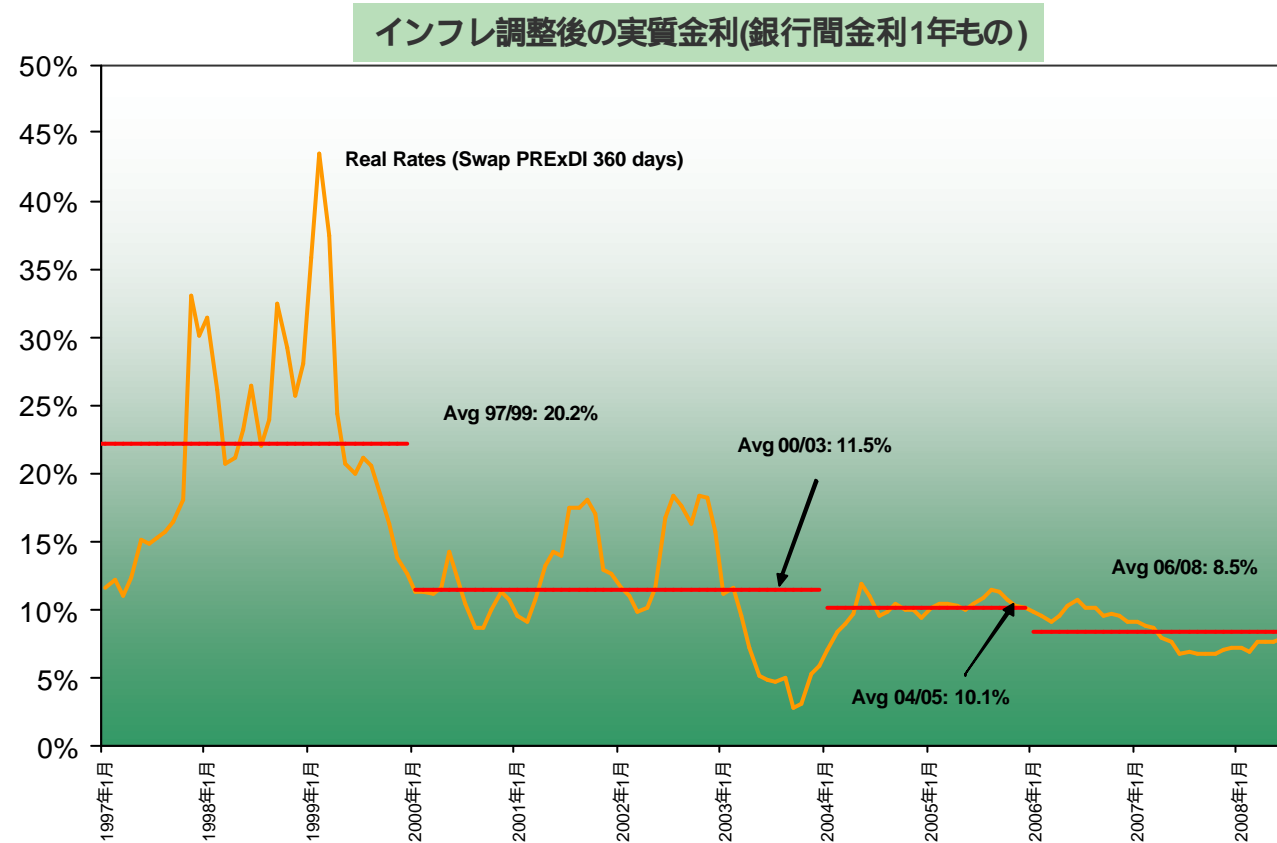


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

実質金利は低下したあと安定推移

・中銀による積極的なインフレ抑制策と通貨の堅調さ、さらに為替レートの安定を反映して、実質金利は90年代と比べて水準が大きく切り下がっている。

・加えてここ数年に至り、安定的に推移するトレンドが鮮明となっている。



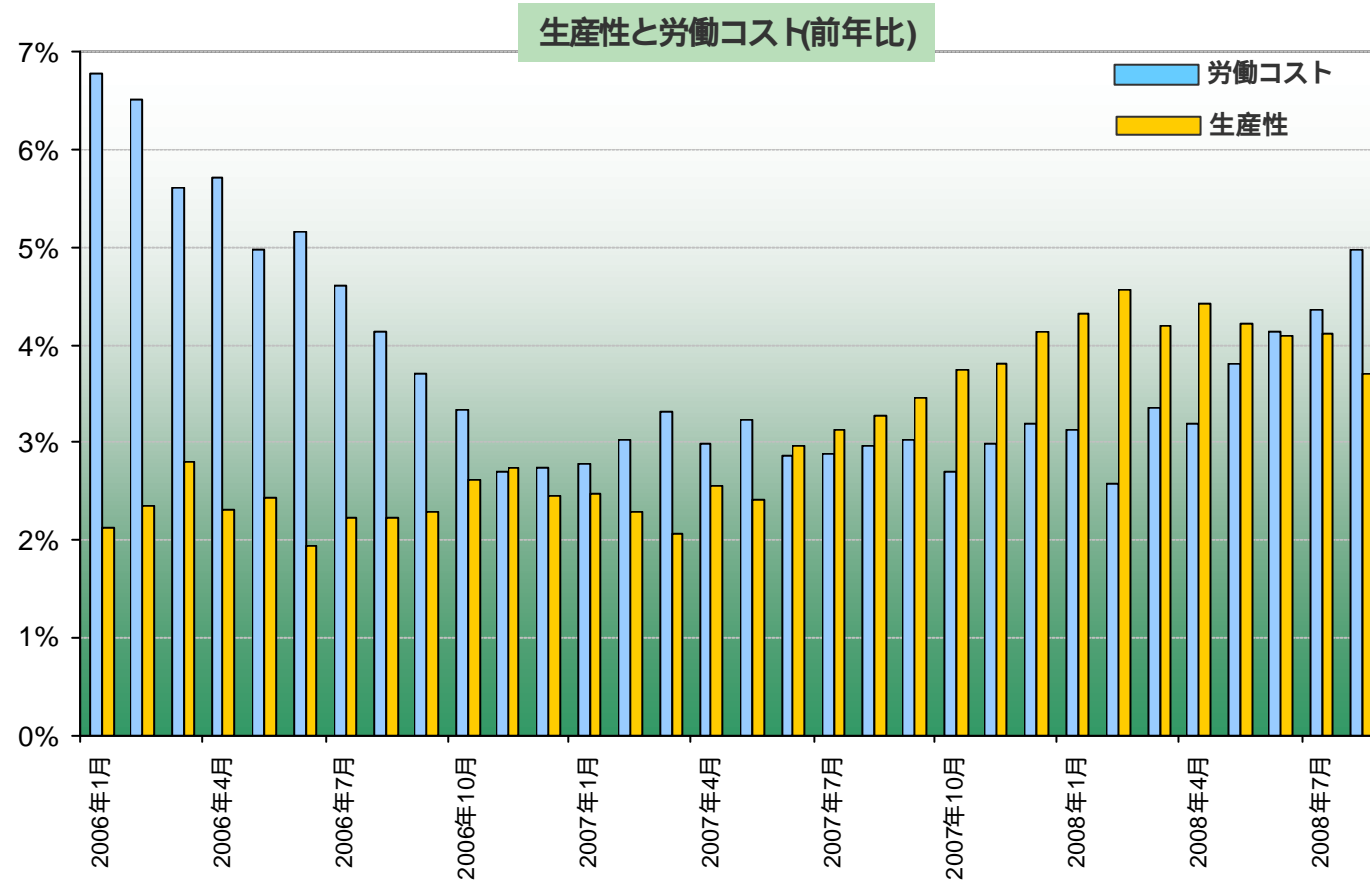
出所 BCB

労働コストは上昇傾向

・内需の拡大に応じて、雇用が急速に増加している。

・ただし、直近では労働コストの上昇が生産性の伸びを上回るペースとなったため、中銀は4月から9月にかけて利上げを行った。

・これも中銀が目先は金利を高水準にとどめる理由となる。

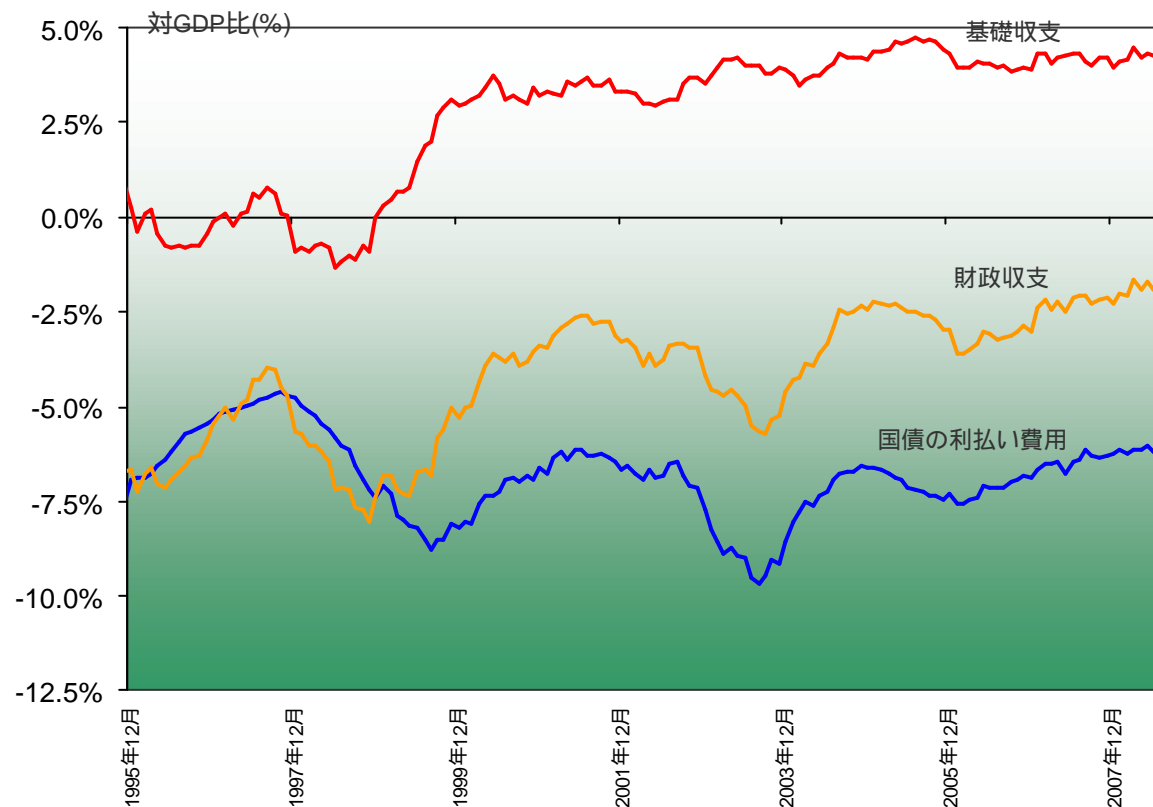


出所 :BGE / BNPパリバ証券作成

財政収支の改善傾向が定着

・1999年の「3本の柱」導入以降、財政収支は大きく改善した。まず基礎収支は1999年から黒字に転換し、現在対GDP比で3.8%と歴史的に見て高い水準にある。次に国債の利払い負担は金利上昇時には増加するが、現時点では一定の水準で安定的に推移している。

・その結果、今年上期には財政赤字は対GDP比でわずか1.6-1.7%前後で推移しており、過去最低を更新した。

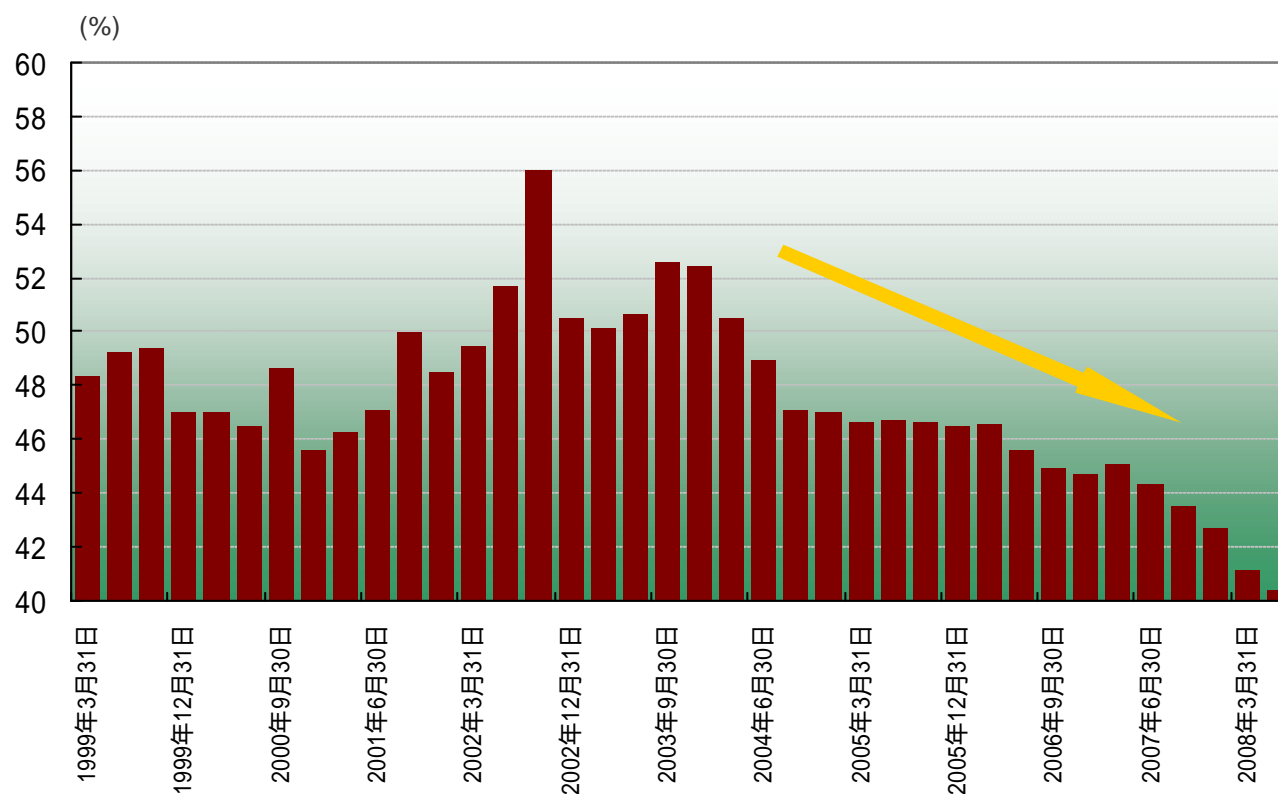


出所 BCB

債務残高は減少トレンドに

債務残高の対GDP比は、2002年半ばの50%台から40%台に低下した。

対GDP比債務残高の推移

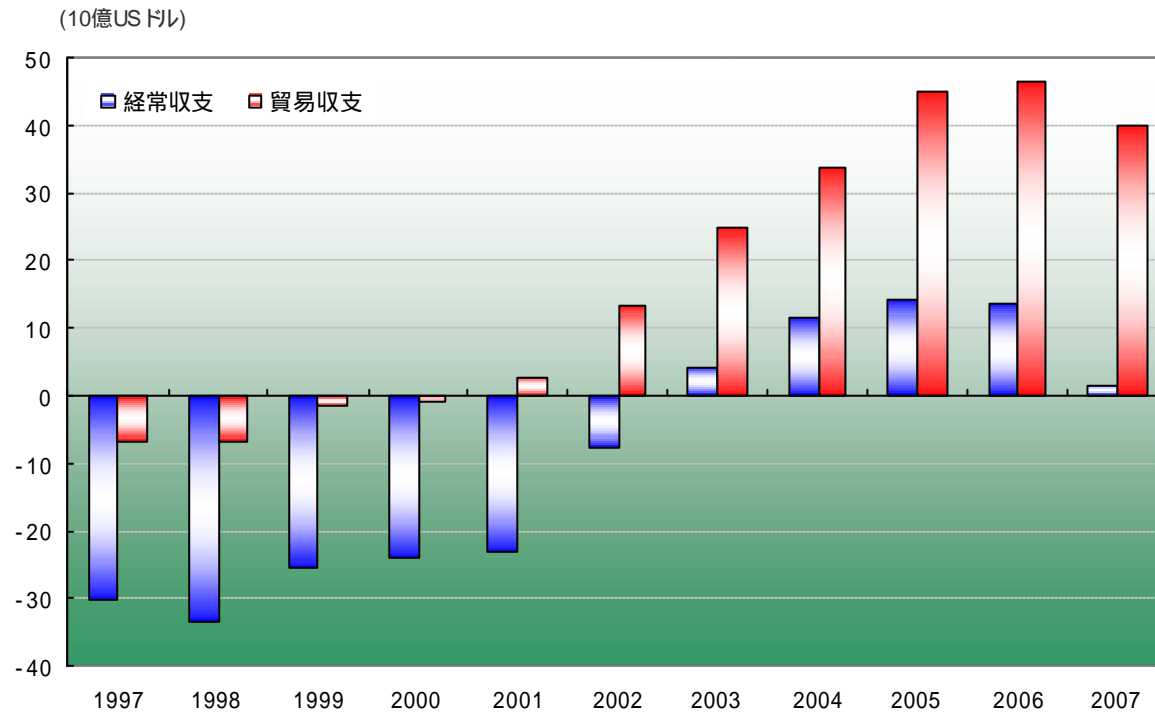


出所：BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

2002年以降貿易収支・経常収支は黒字に

通年ベースでは、貿易収支と経常収支は2003年に黒字に転換したが、2005年-2006年をピークに黒字は縮小に向かっている。

貿易収支および経常収支の黒字転換

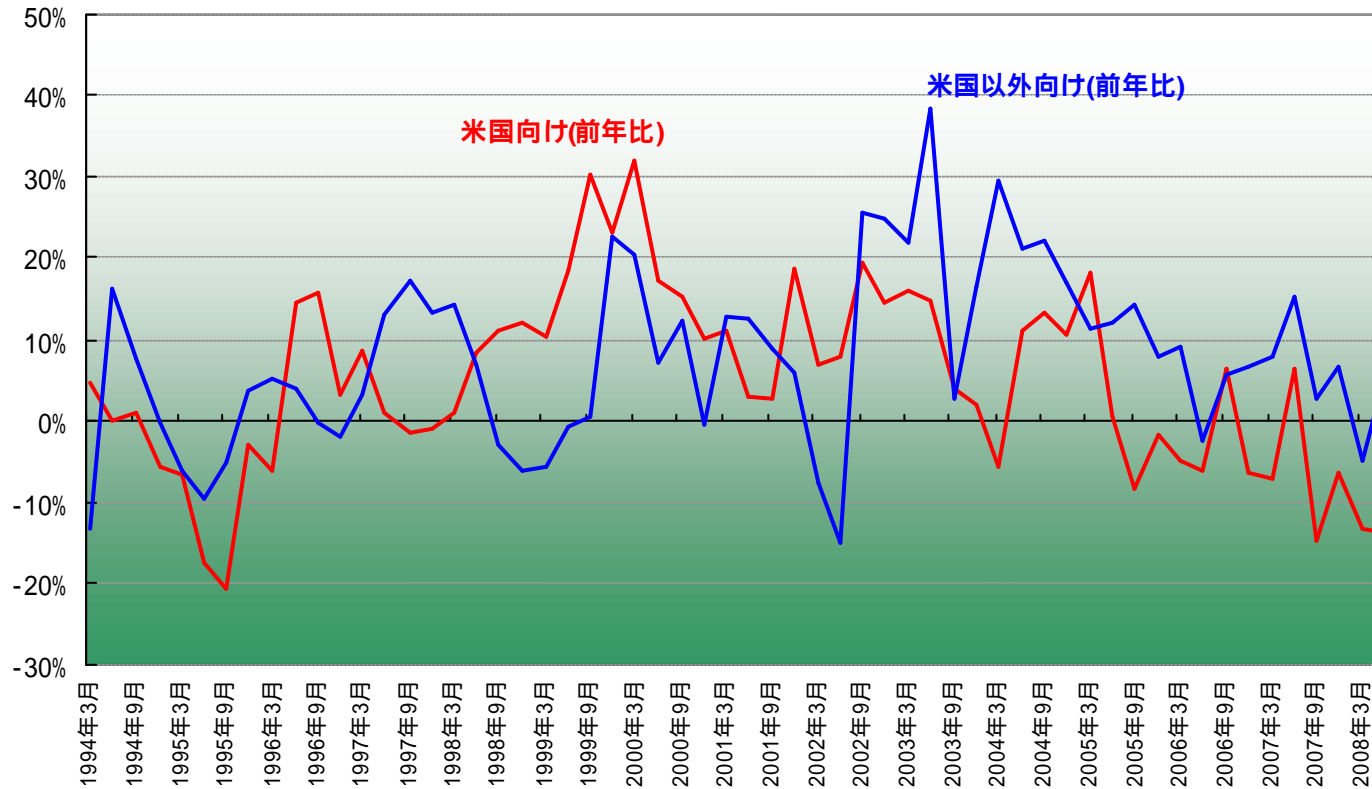


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

ただし輸出は先進国景気後退を受けて減少傾向に

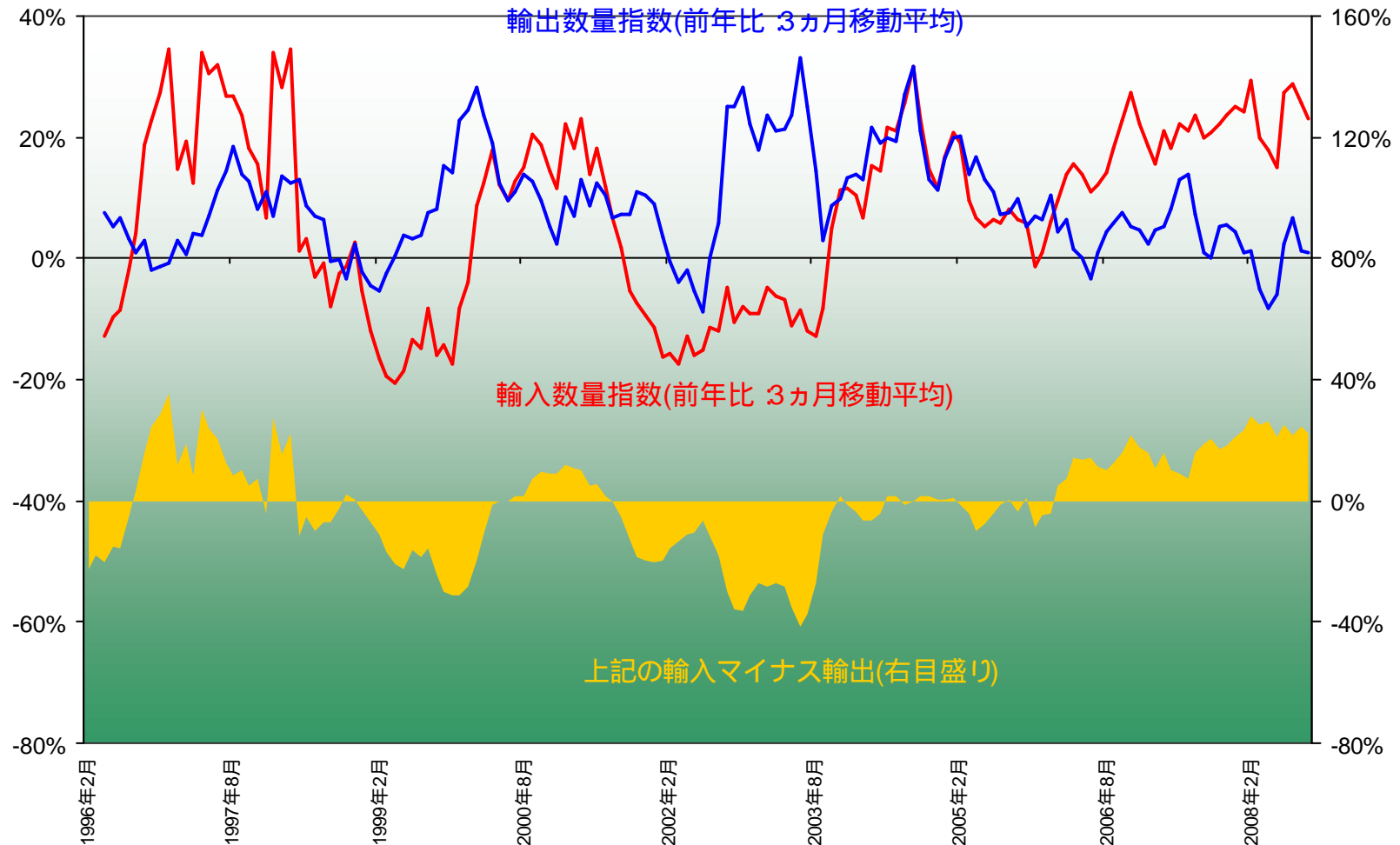
米国の急速な成長減速を受けて米国向け輸出は2007年から減少傾向が鮮明となっていたが、ここへ来て他の地域への輸出も前年比ではマイナスとなった。

輸出数量のゾーン別内訳



輸出と輸入のバランス

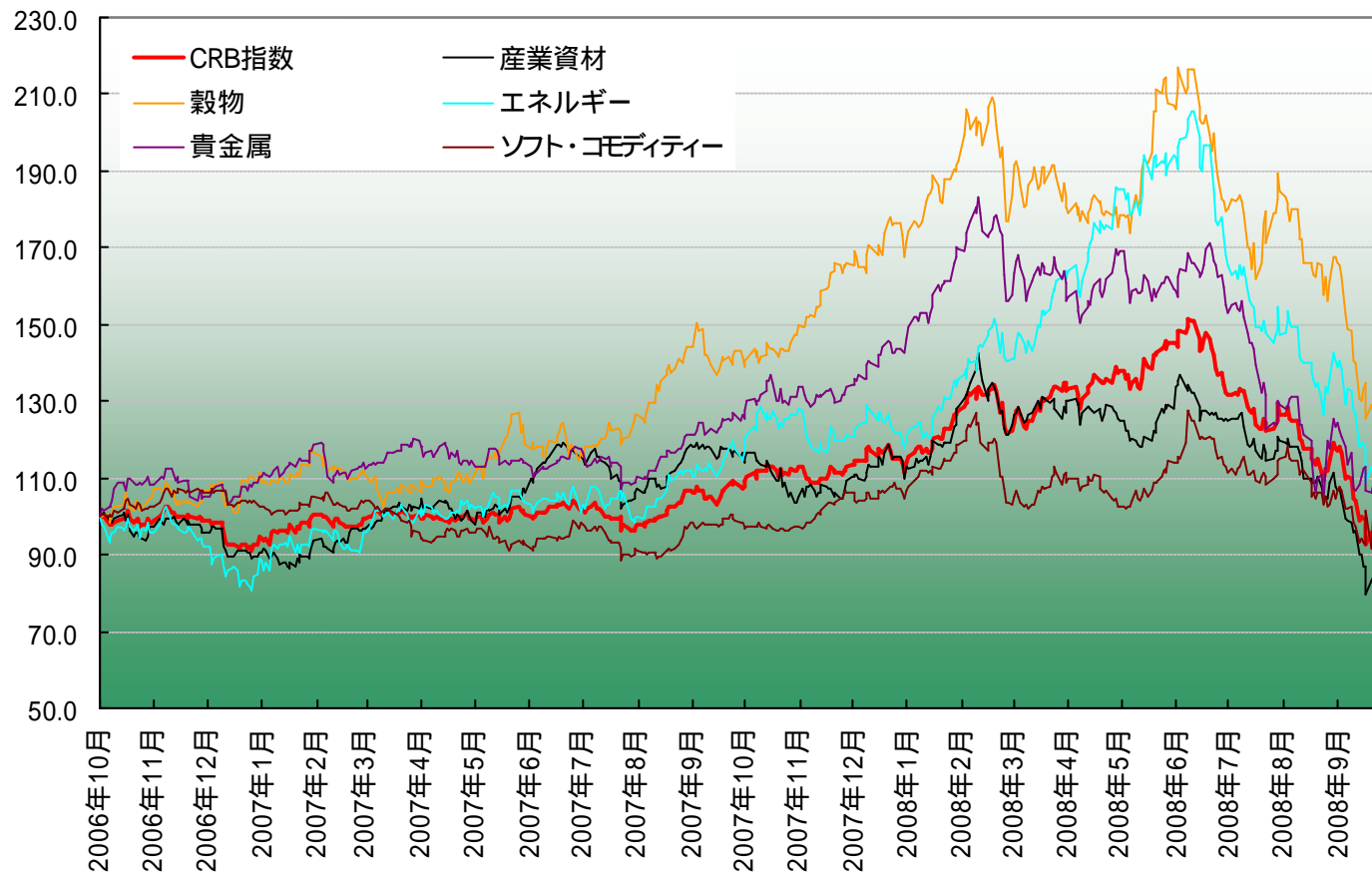
貿易収支が黒字とはいえ、数量の増加ペースでは輸入が輸出を上回っていたが、2008年下期からは内需の伸びが減速すると思われる、通貨安の効果も加わって輸入数量は減少に向かうと思われる。



原材料価格は低下トレンド

原材料価格には2008年半ばをピークに低下が加速している。

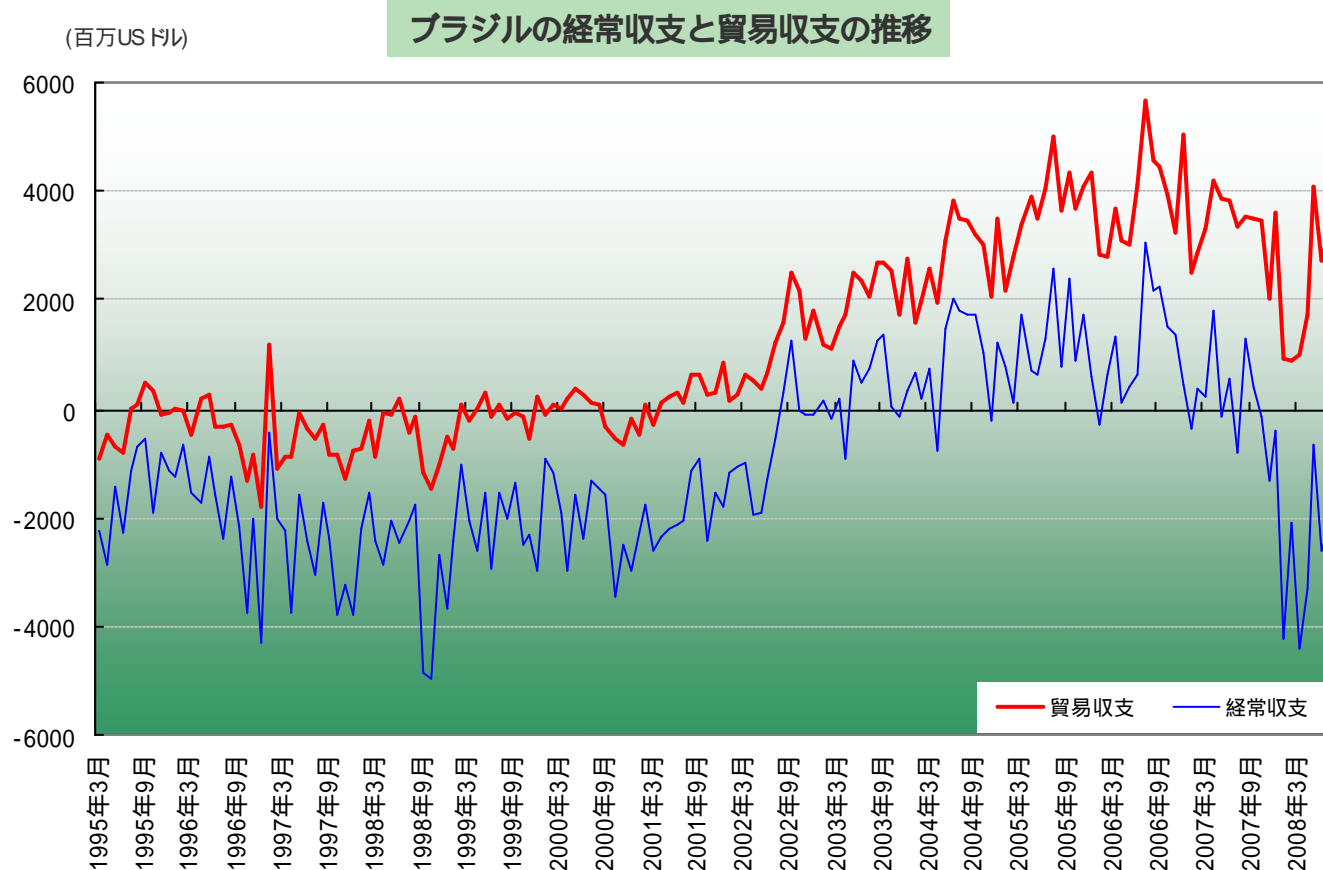
2009年半ばには主要国の景気回復が視野に入り、原材料価格は上昇に転じると思われる。その場合、ブラジルには輸出額の押し上げ要因となろう。



経常収支の赤字傾向(1)

貿易収支は、黒字がすでにピークを打った。

経常収支は、所得収支の悪化から赤字に転じている、引き続き高い対内直接投資の効果である程度相殺されるものの、ポートフォリオ投資や短期預金の流出が進み、目先は対外収支は悪化するリスクがある。

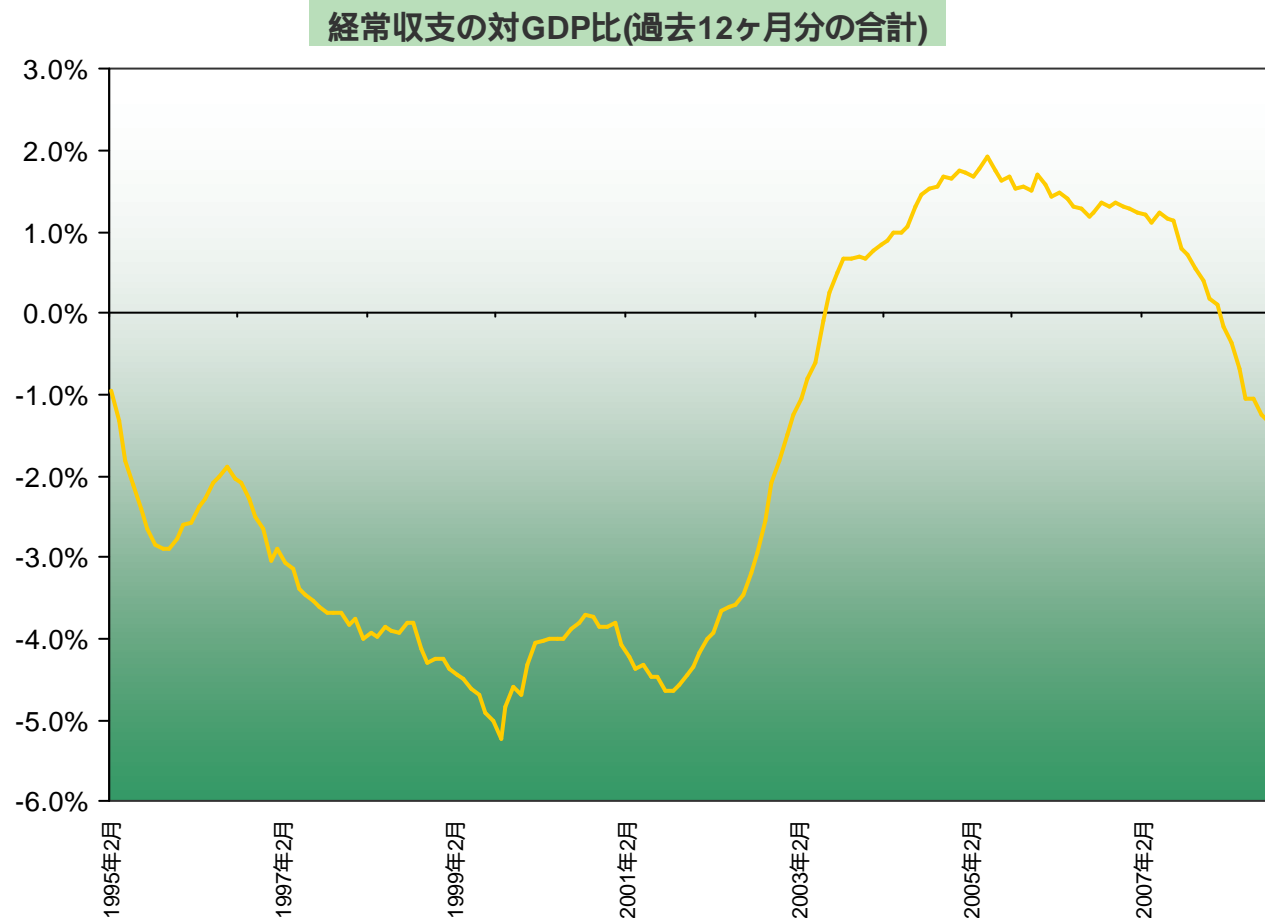


出所 BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

経常収支の赤字傾向(2)

・内需の加速を反映した輸入の増加と、世界的な需要増加を受けた原材料輸出の堅調さのせめぎ合いの中で、2001年から2007年前半にかけて後者の黒字効果が勝っていた。

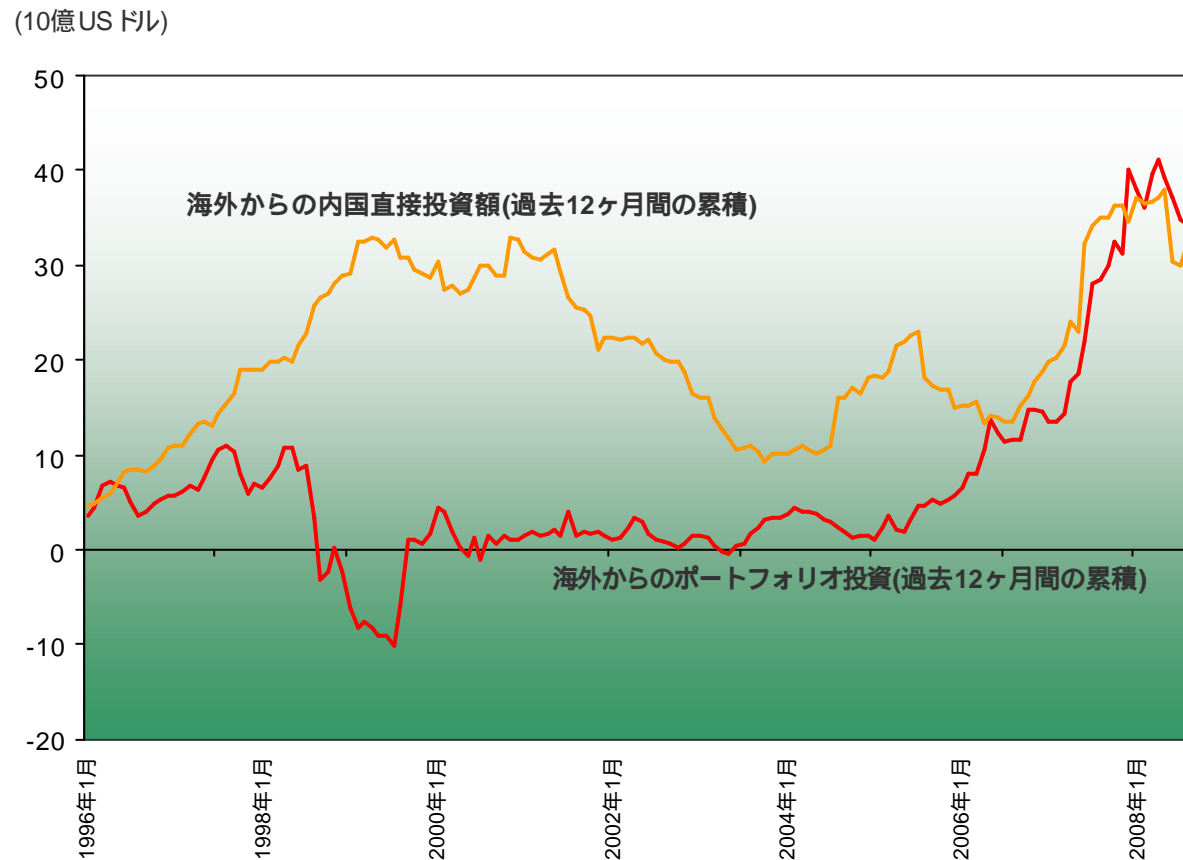
・ここ数年は設備投資意欲が旺盛であるため、資本財の輸入増加を受けて赤字傾向が定着した。



出所 BCB

海外からの資本フローはピークを打った

- ・ブラジル国内の産業には、いまだインフラ面で改善すべき点が多い。また一次産品に対する世界的な需要は引き続き高水準にあった。
- ・そのため、こうした部門に対する海外企業の投資意欲が高く、直接投資と株・債券購入のフローが増加トレンドを維持してきた。
- ・ただし、ポートフォリオ投資は今年の4月をピークに低下し始め、直接投資も横ばいに転じた。



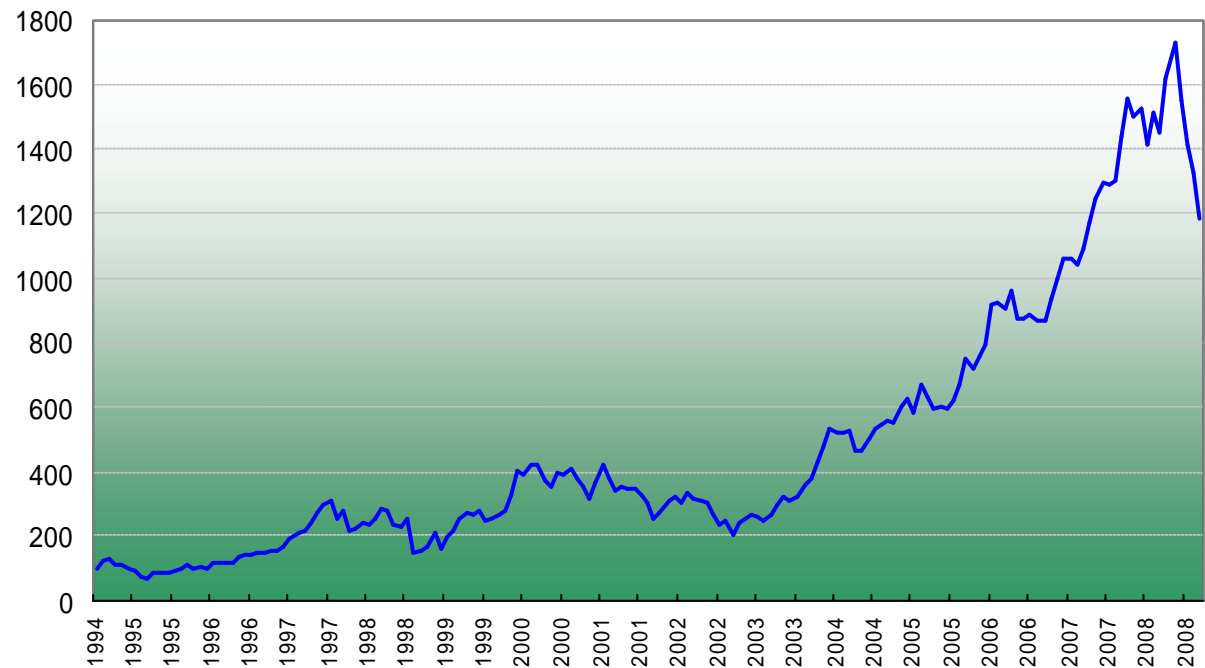
出所 BCB

株価は低下トレンドに

高成長 通貨高を反映した海外投資家の需要の高まりから、株価はここ数年で大幅上昇した。半面、株式の配当支払いが所得収支を圧迫し始めている。

株価は今年の5月にピークを打ち、低下トレンドに入っており、当面は安値圏での推移が見込まれる。

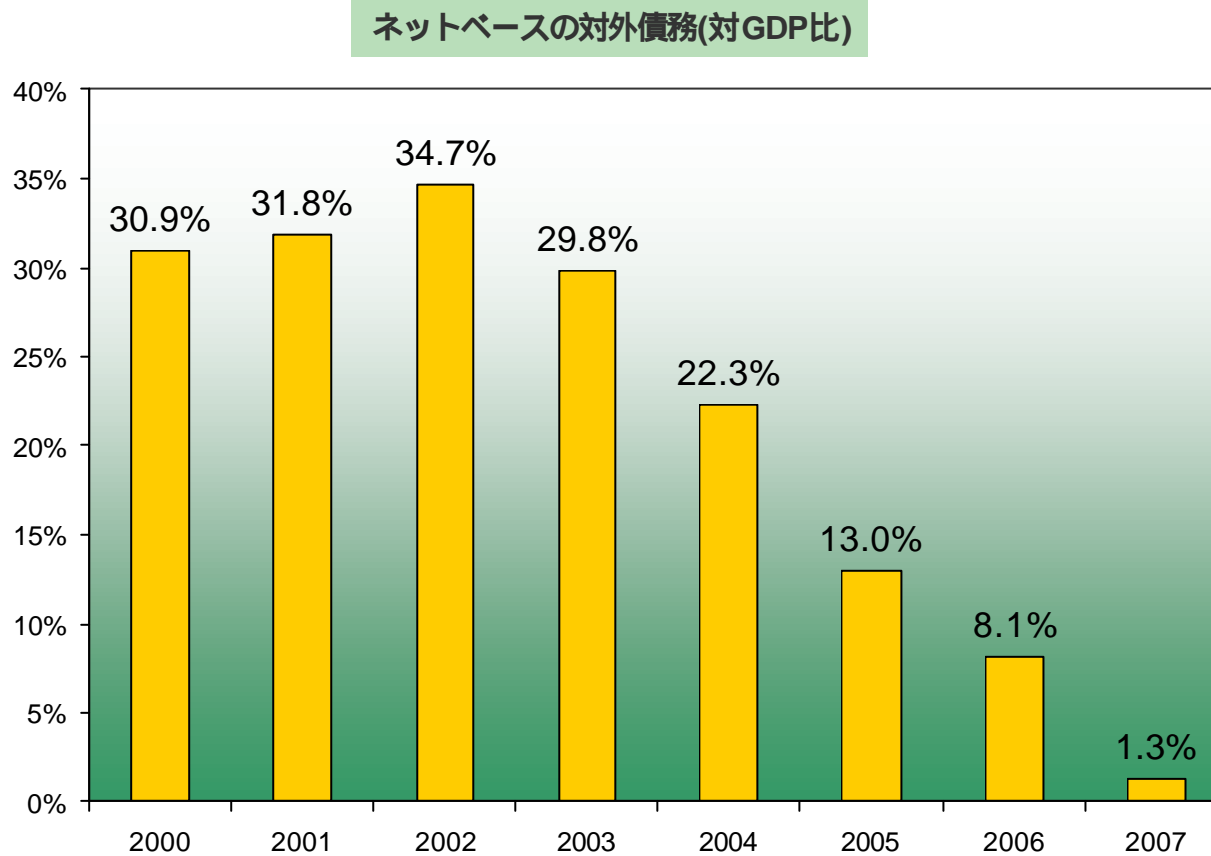
ポベスパ指数の推移 (1994年7月29日 = 100)



出所 BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

対外債務は対GDP比で縮小傾向

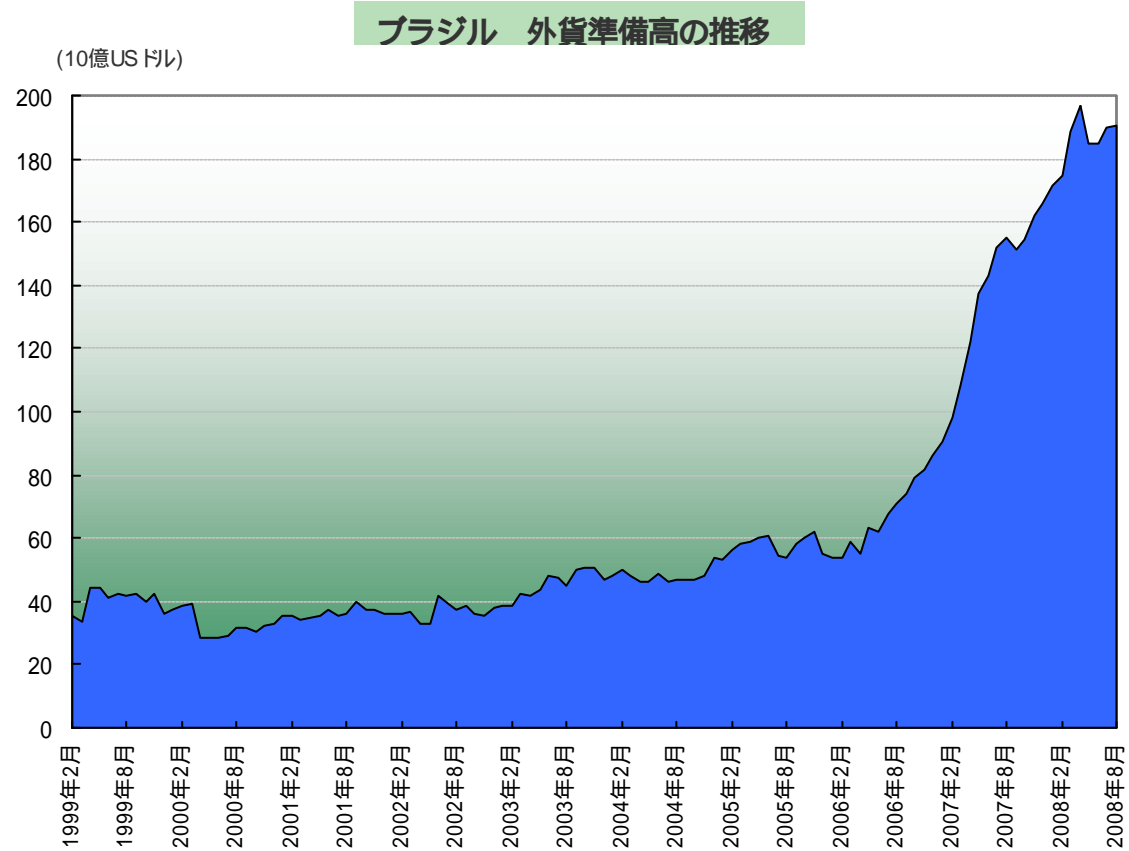
・2004年以降、対外債務は急速に縮小しており、直近では対GDP比は1.3%まで低下した。



出所 BCB, BNPパリバ証券作成

外貨準備高は引き続き増加傾向

外貨準備高は、過去5年間で4倍に拡大した。



出所 BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

外貨準備高は世界7位

外貨準備高ランキング

ランキング	国名	外貨準備高 (10億ドル)	対GDP (%)	増減 (前年同月比%)	データ更新日
1	中国	1906.00	58.1	33.0	9/30/08
2	日本	969.24	22.1	5.1	9/30/08
3	ロシア	515.70	39.9	27.0	10/17/08
4	台湾	281.13	79.1	6.9	9/30/08
5	インド	264.98	22.6	6.5	10/10/08
6	韓国	239.67	24.7	-6.8	9/30/08
7	ブラジル	205.27	15.6	35.9	9/30/08
8	シンガポール	168.80	104.6	10.7	9/30/08
9	香港	160.60	77.7	14.0	9/30/08
10	アルジェリア	137.41	101.6	41.6	8/31/08
11	マレーシア	102.10	56.5	10.4	10/15/08
12	タイ	98.87	40.2	36.3	10/10/08
13	リビア	87.49	150.0	36.3	4/30/08
14	ポーランド	81.65	19.4	52.2	7/31/08
15	メキシコ	78.66	8.8	4.4	10/17/08

出所 :BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

新興国通貨をめぐる3つの展開

- 1) デレバレッジの進行 :第一段階として、先進諸国の流動性逼迫・信用収縮がなお問題として残る中、2008年第4四半期を通してドルと円は対新興国通貨で割高な水準で推移する。
- 2) リアリティ・ショック:第二段階として2009年第1四半期を通じても、新興諸国通貨への売り圧力が根強く残ろう。信用収縮による実体経済面への打撃が、新興諸国を中心に鮮明となることがその背景である。弊社も最近になって、中国およびブラジルの経済成長率に対する予想を下方修正したが、それもこうしたダイナミクスに沿ったものである。
- 3) パフォーマンスの差別化：第三段階では、先進国における流動性逼迫の問題も一段落し、投資家のリスク・アロケーションの再開とともに、国別の分散投資も可能となろう。それが、ファンダメンタルズがより良好な新興諸国通貨に反転上昇の余地を作ろう。そうした良好なファンダメンタルズを有する新興諸国の一つに、弊社はブラジルを含めている。

ブラジルが力強いファンダメンタルズを有することに疑問の余地はほとんどないが、リアル相場はやはりグローバルな資金循環のダイナミクスに左右されることになる。外為フローの面でも、最近になって既に出超に転じた模様であり、そうしたトレンドは今後暫く続くものと予想される。そのため、向こう数四半期はリアルもより水準を切り下げる展開になると見ている

為替レートは2009年下期に反発か

- ▶ ブラジルもまた、前述した為替ダイナミクスの第2段階(リアリティ・ショック)を免れないと思われる。同国の経済成長率も停滞し、2009年早い段階におけるリアル上昇余地を限定することになる。資本流入の減少はまた、必然的に経常赤字の縮小をも要求する。つまりは、外的ショックを受けた内需減速が必至となる。
- ▶ 内需に対する打撃は、特に設備投資に関して顕著となる。設備投資を賄うための海外貯蓄資金の流入が先細りとなるためだ。消費もまた与信環境や雇用情勢の悪化より打撃を受ける。そのため、当社は2009年のブラジル実質GDP成長率を2.6%と予想する。成長のボトムは2009年上期中となる。成長率減速を反映して、リアル相場も2009年前半を通じ $\text{ドル} = 2.50$ リアル近辺での推移になる。
- ▶ 為替市場の展開として、第三段階(パフォーマンス差別化)ではリアルがマクロ経済の構造的強さを反映し、再び上昇トレンドに転じると予想される。そうした構造的強さには通常時の資本入超幅に比した対外的ファンディング・ニーズの低さ、債券相場をはじめブラジル国内資産価格の割安感、2009年後半および2010年における成長再加速の見通し等が指摘される。加えて、経常赤字もその頃にはより落ち着いたレベル(対GDP比1%前後)まで改善していることが見込まれる。この点は2009年末にかけ1 $\text{ドル} = 2.00$ リアル前後へのリアル反発につながる。

金融商品取引法に係る表示

商号等	株式会社SBI証券 金融商品取引業者
登録番号	関東財務局長(金商)第44号
加入協会	日本証券業協会、(社)金融先物取引業協会

このレポートは、投資判断のご参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。ご投資の最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートに含まれる情報について、SBI証券は、十分信頼できると考えられる情報提供先より取得しておりますが、その正確性、妥当性、および完全性について一切保証するものでもなく、また、かかる情報および意見等に依拠したことにより生じた一切の損害について責任を負うものではありません。このレポートに記載された判断は作成日におけるものであり、今後変更されることがあります。このレポートに記載された内容については、その目的にかかわらず、無断で複製し使用しないようお願いいたします。