

# 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8月

# ブラジルの概要

- 面積：854.74万km<sup>2</sup>(**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=68.83円)  
(2008年7月31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)

出所 :ジェトロ、Bloomberg、地理統計院

# 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	13,844	25.5%
2	日本	4,384	8.1%
3	ドイツ	3,322	6.1%
4	中国	3,251	6.0%
5	英国	2,773	5.1%
6	フランス	2,560	4.7%
7	イタリア	2,105	3.9%
8	スペイン	1,439	2.6%
9	カナダ	1,432	2.6%
10	ブラジル	1,314	2.4%
全世界		54395	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	20.3%
2	インド	1,124	17.3%
3	米国	302	4.6%
4	インドネシア	225	3.5%
5	ブラジル	189	2.9%
6	バングラディッシュ	159	2.4%
7	パキスタン	158	2.4%
8	ナイジェリア	144	2.2%
9	ロシア	142	2.2%
10	日本	128	2.0%
全世界		6500.5	100%

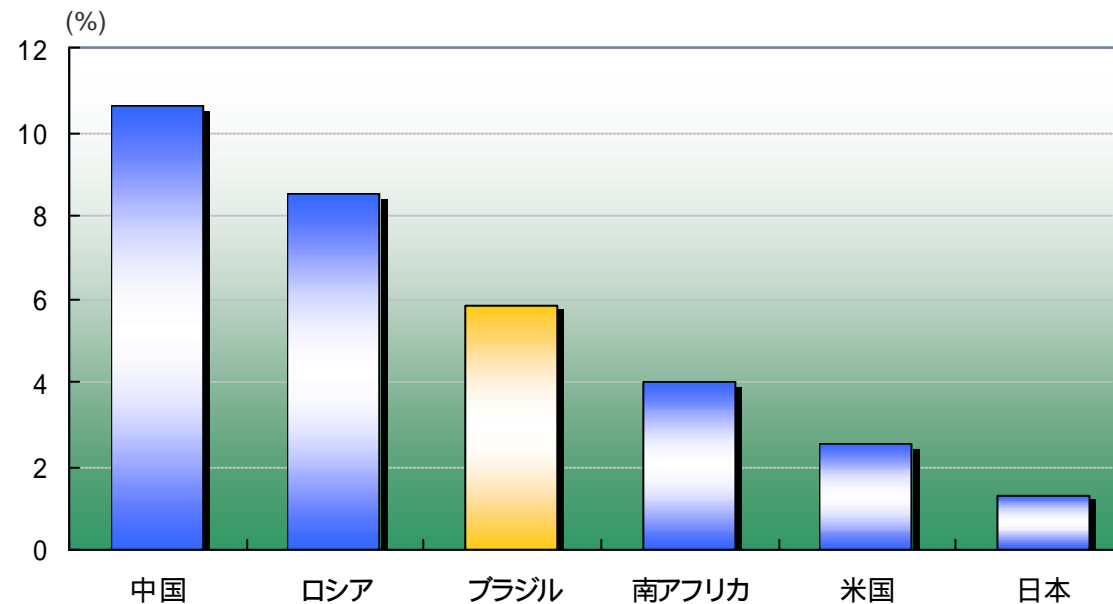
出所 2008年4月時点のIMFデータよりBNPパリバ証券作成

# 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、金融引き締め・輸出の寄与度低下・食品インフレ上昇による実質所得減少から、成長率は4.8%に減速すると思われるが、引き続き高い水準に変わりはない。

2008年3月期 主要新興国の実質GDP比較(前年同月比成長率)



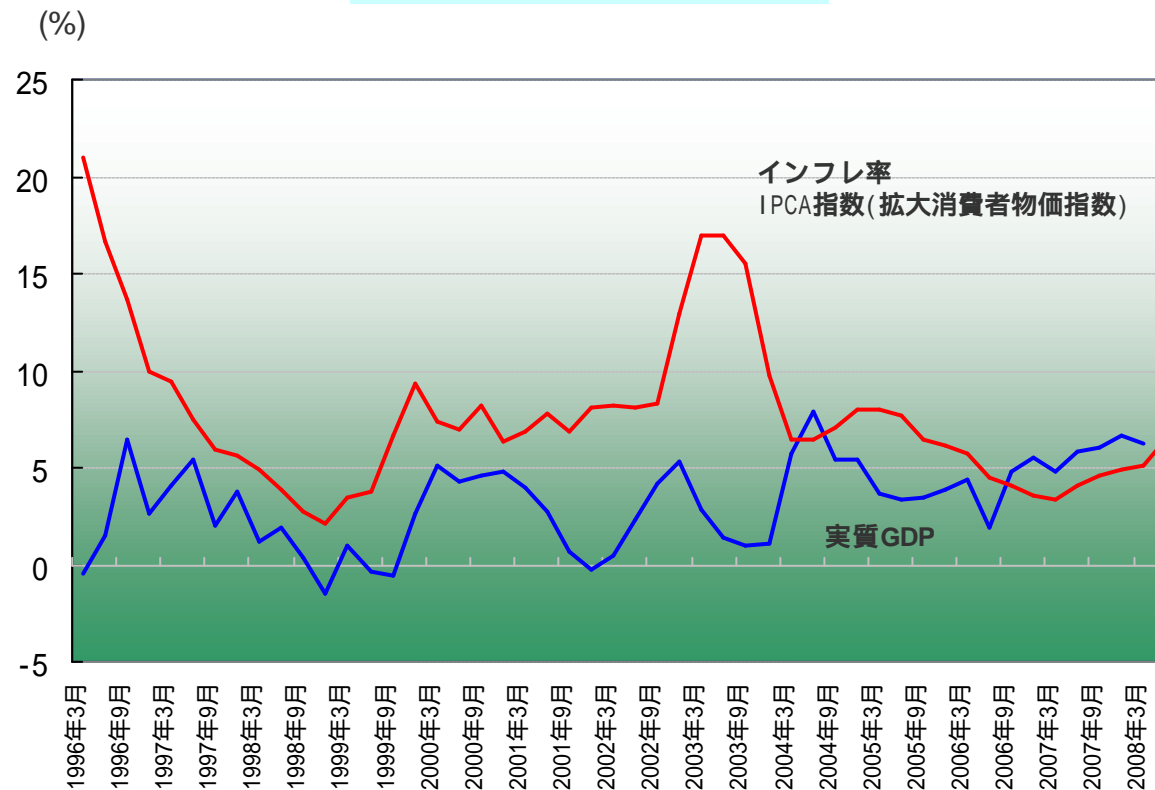
出所 BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

# 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頼が高まり、急速にインフレは低下した。ここ1年あまりはインフレ率が成長率を下回った。

GDPとインフレ率の前年比

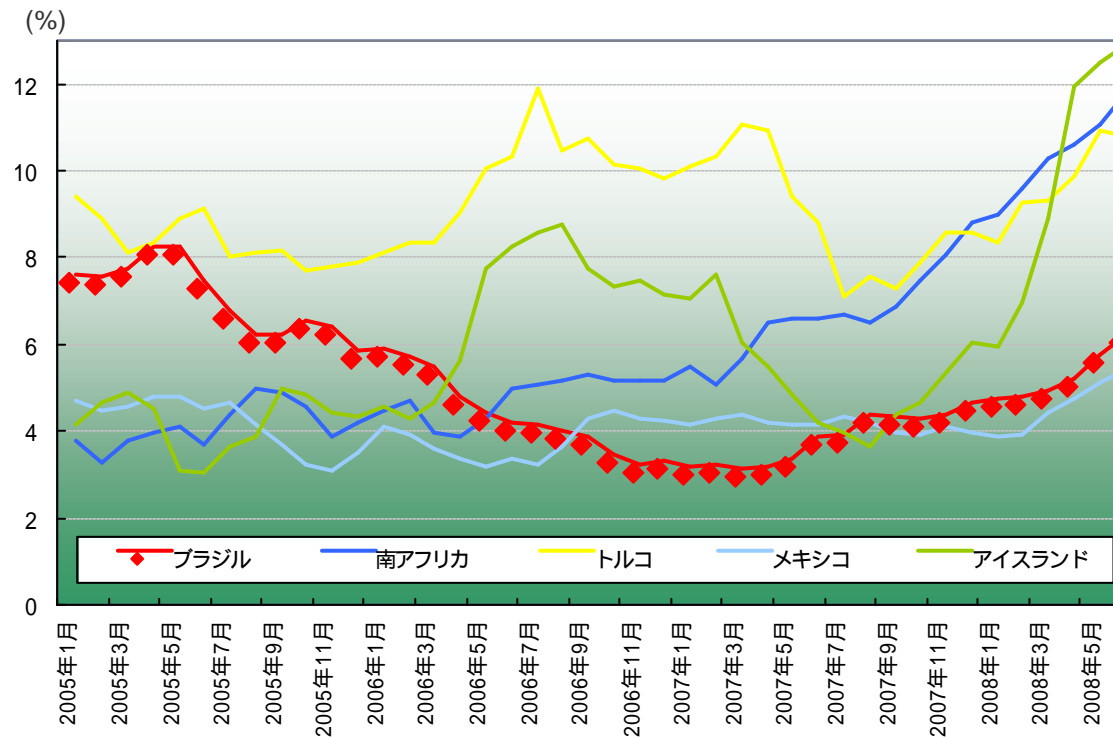


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

# 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)

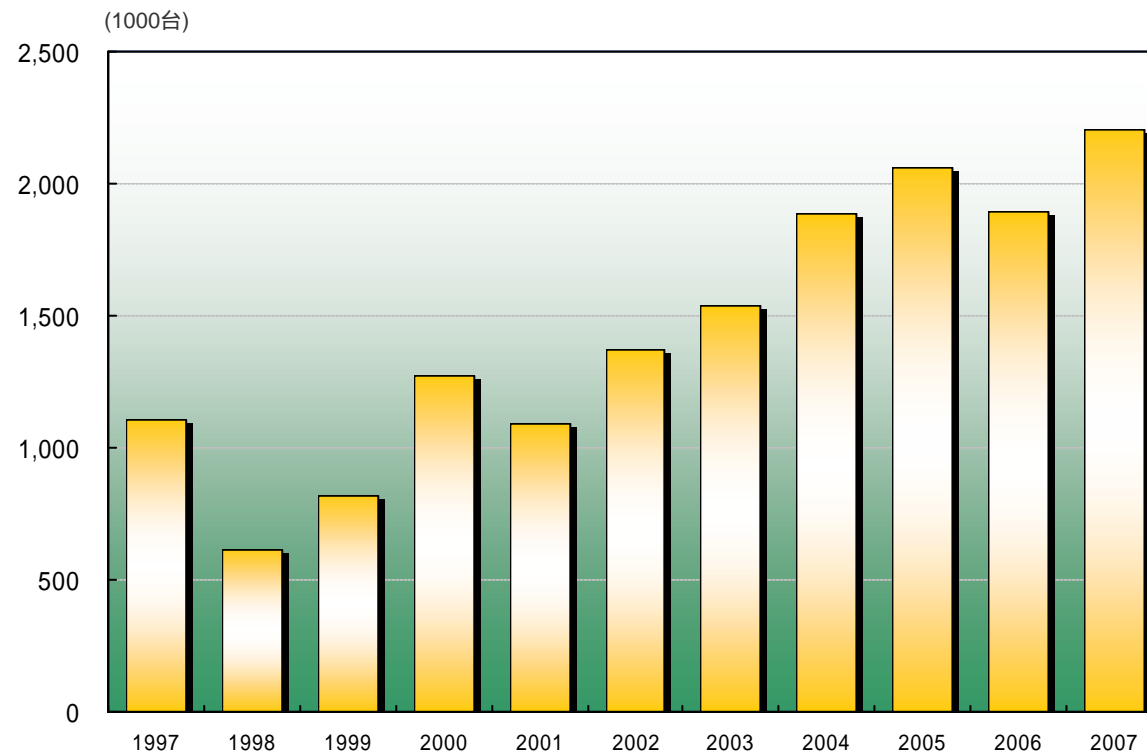


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

# 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

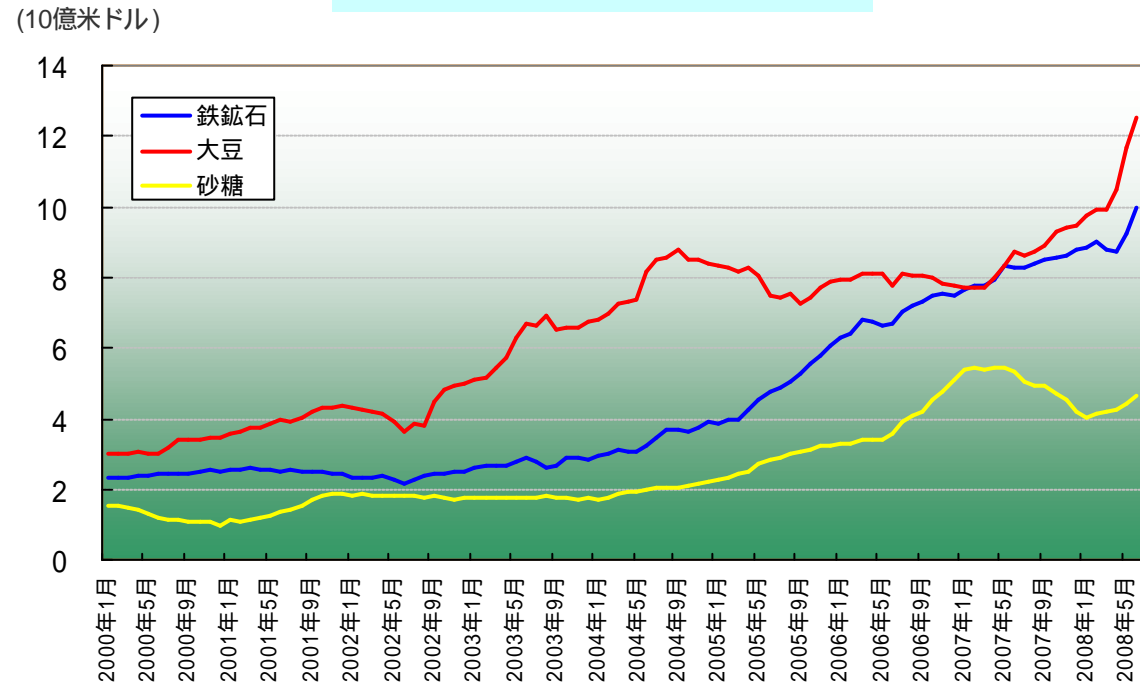


出所: BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

# 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。

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。

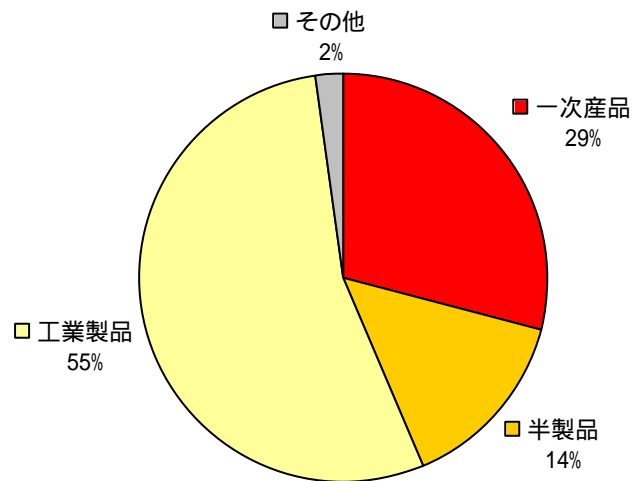
出所：BloombergデータよりBNPパリバ証券作成



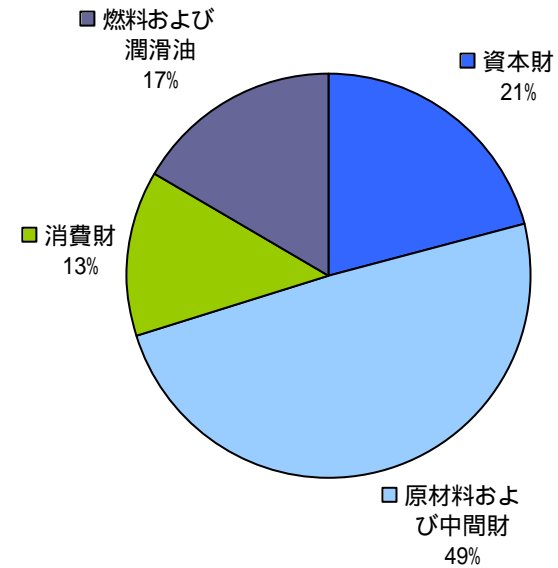
# 輸出入の品目別内訳

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、リ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(2006年)



輸入構成比(2006年)



出所 2007年版ジェトロ貿易投資白書よりBNPパリバ証券作成

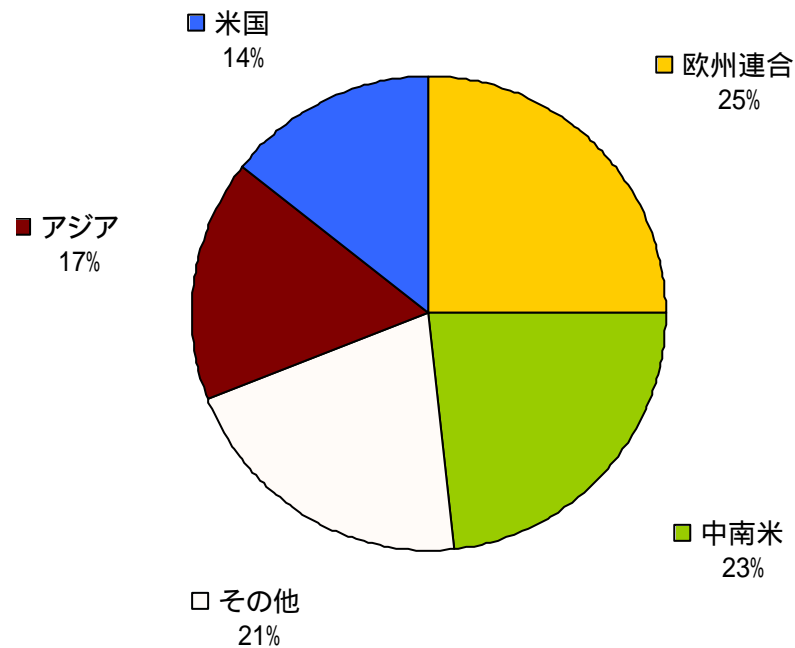
# 輸出入の相手地域別内訳

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。

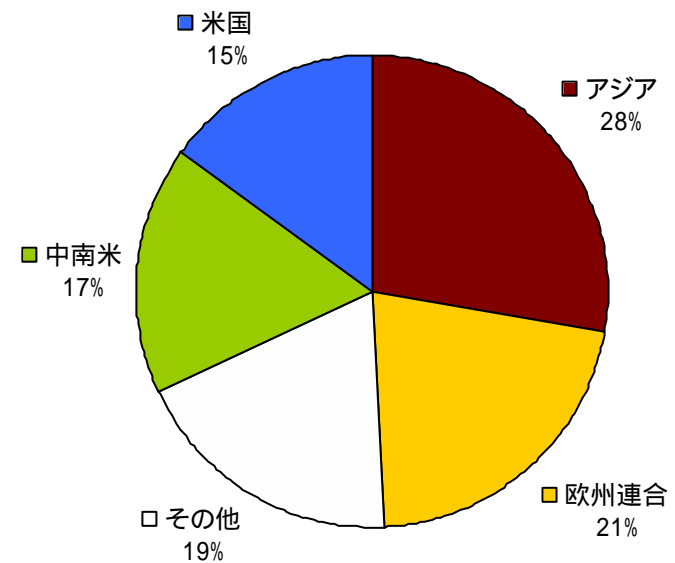
ただし、地域で見れば欧州連合とアジア向けがいずれも米国向けを上回っている。その分、米国の成長減速から受ける輸出面での押し下げ効果はある程度緩和される。

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(2006年)



輸入構成比(2006年)



出所 2007年版ジェトロ貿易投資白書より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)



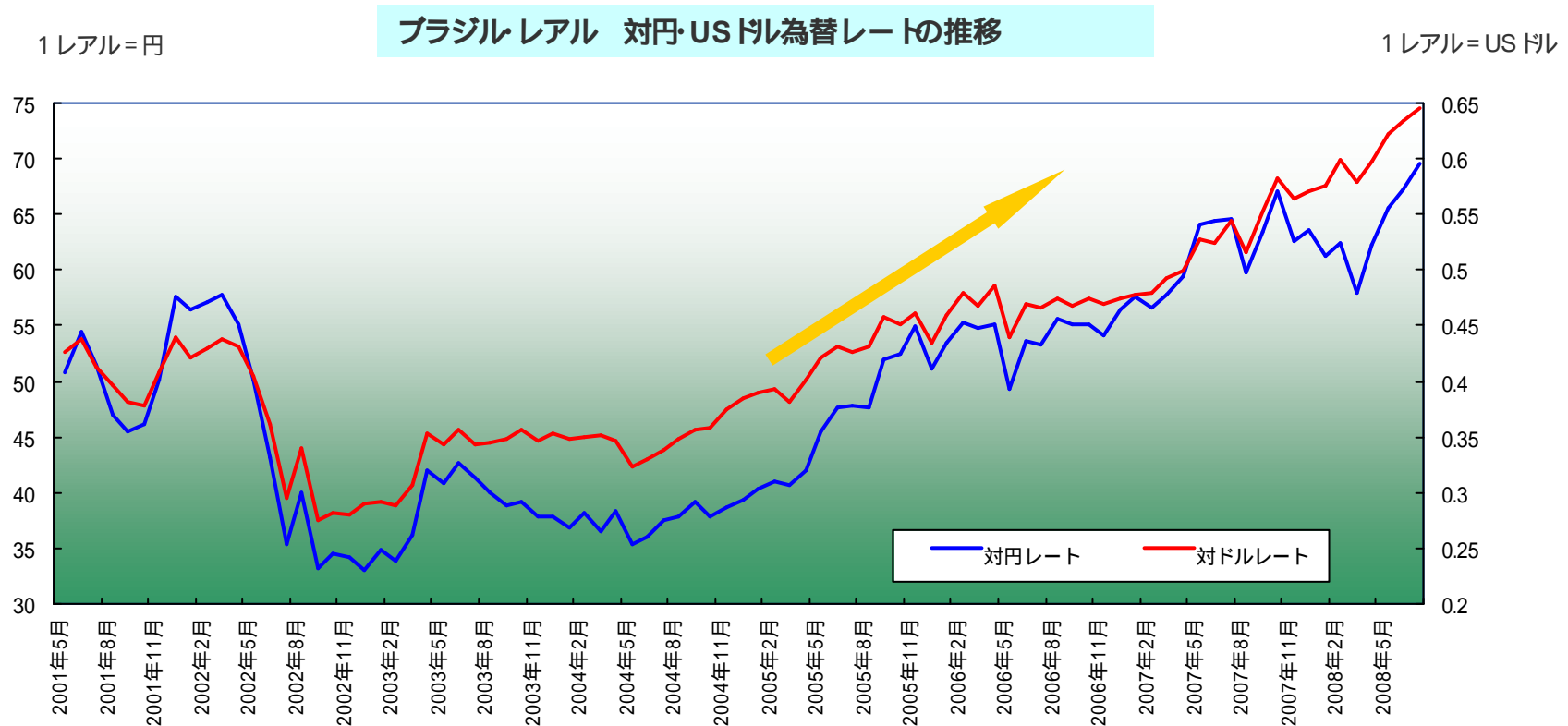
## 財政規律の強化

(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・対円で堅調な推移

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、対内直接投資が今後も増加する見込みで、レアルにはサポート要因となる。

ブラジル中銀はインフレ期待抑制のために利上げペースをこのところ加速させており、金利差の観点ではレアルの支援材料となる。

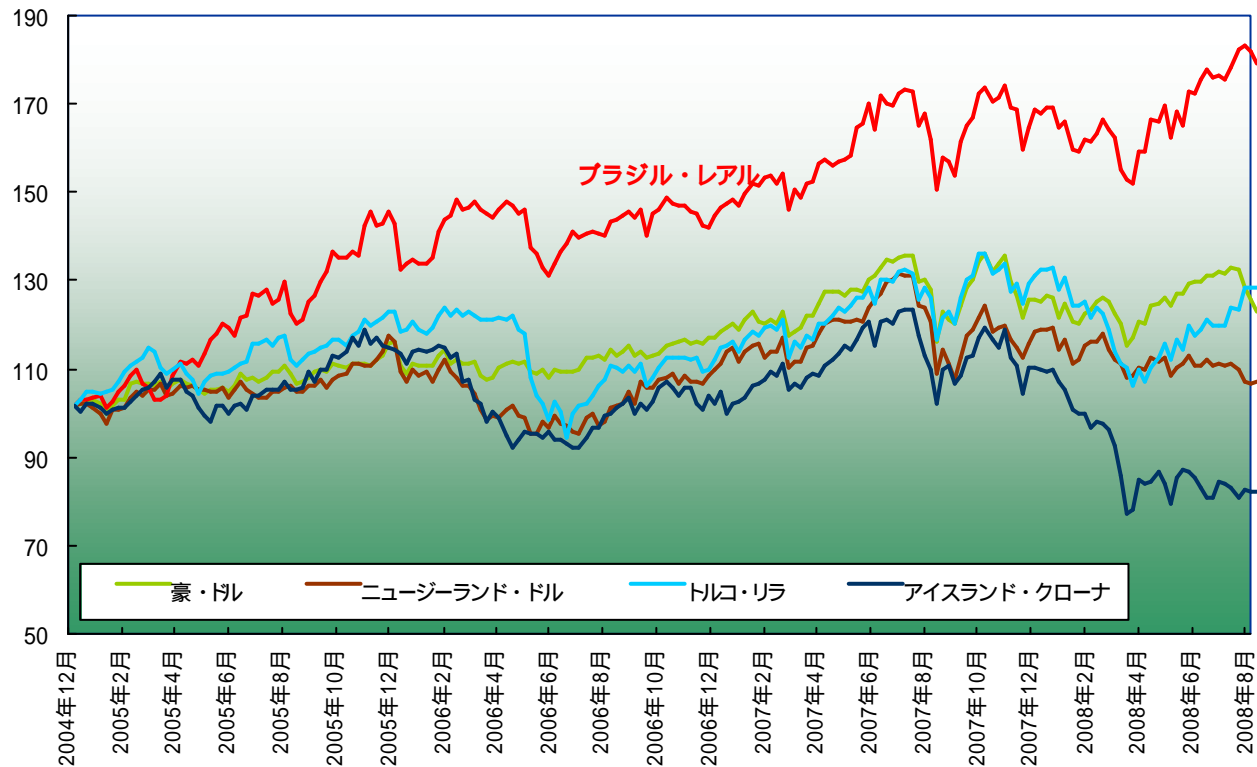


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

# 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高いため、為替レートは高水準で推移し、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

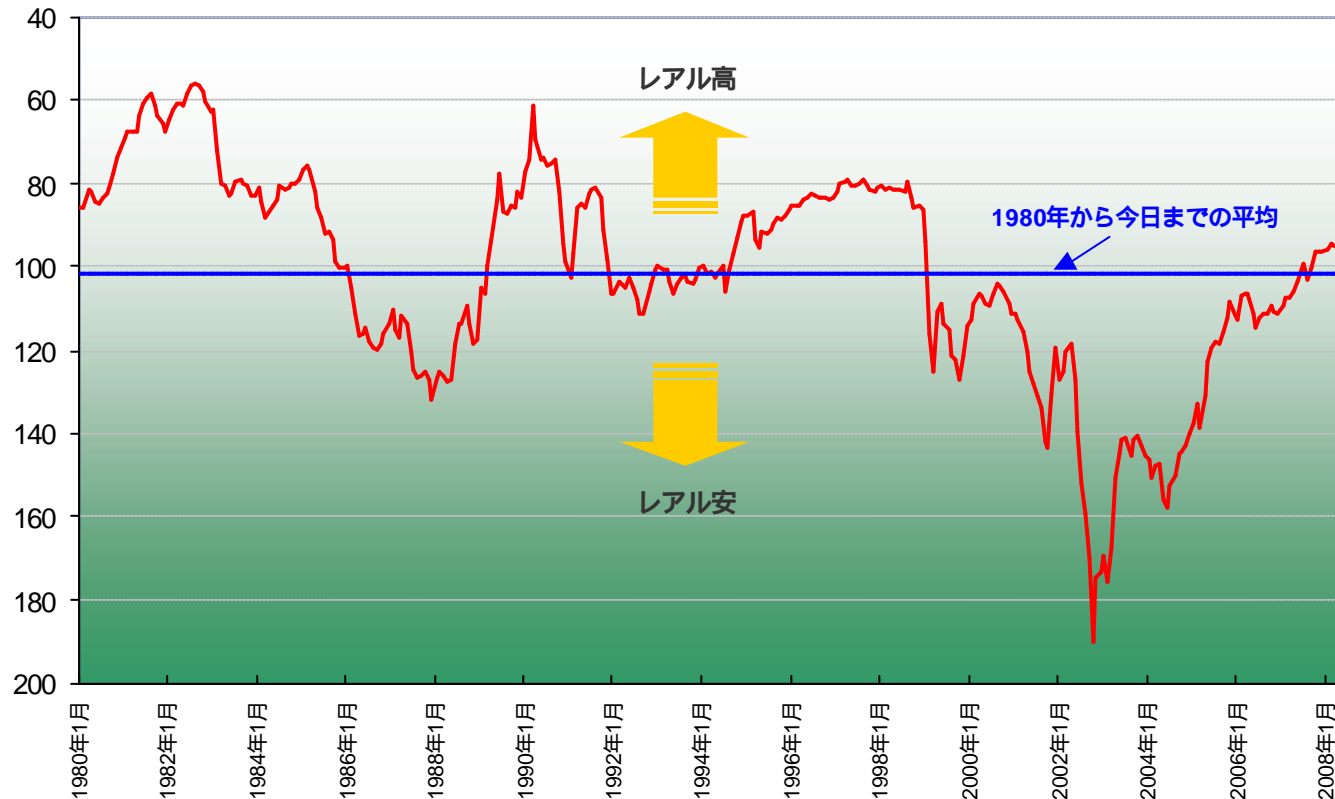
2002年には大統領選を控えて政策不透明感からレアルは投機的な売りを浴び、為替レートが大幅下落した。

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。

中銀は通貨の自国通貨の過度の上昇を回避するためドル買い介入をしているが、基本的に高めの為替レートを維持する意向。

実質為替レートの推移(貿易加重・インフレ調整後の実質ベース)



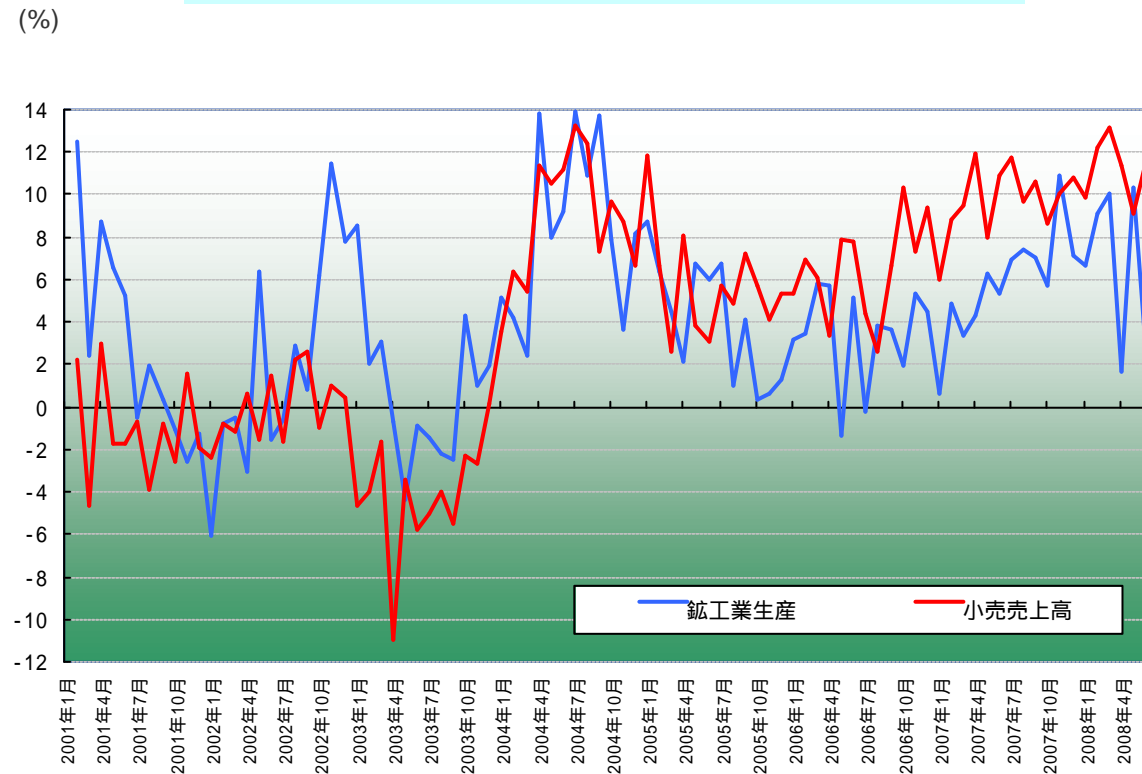
出所 BCB

# 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。

### ブラジル鉱工業生産と小売売上高の推移(前年同月比)

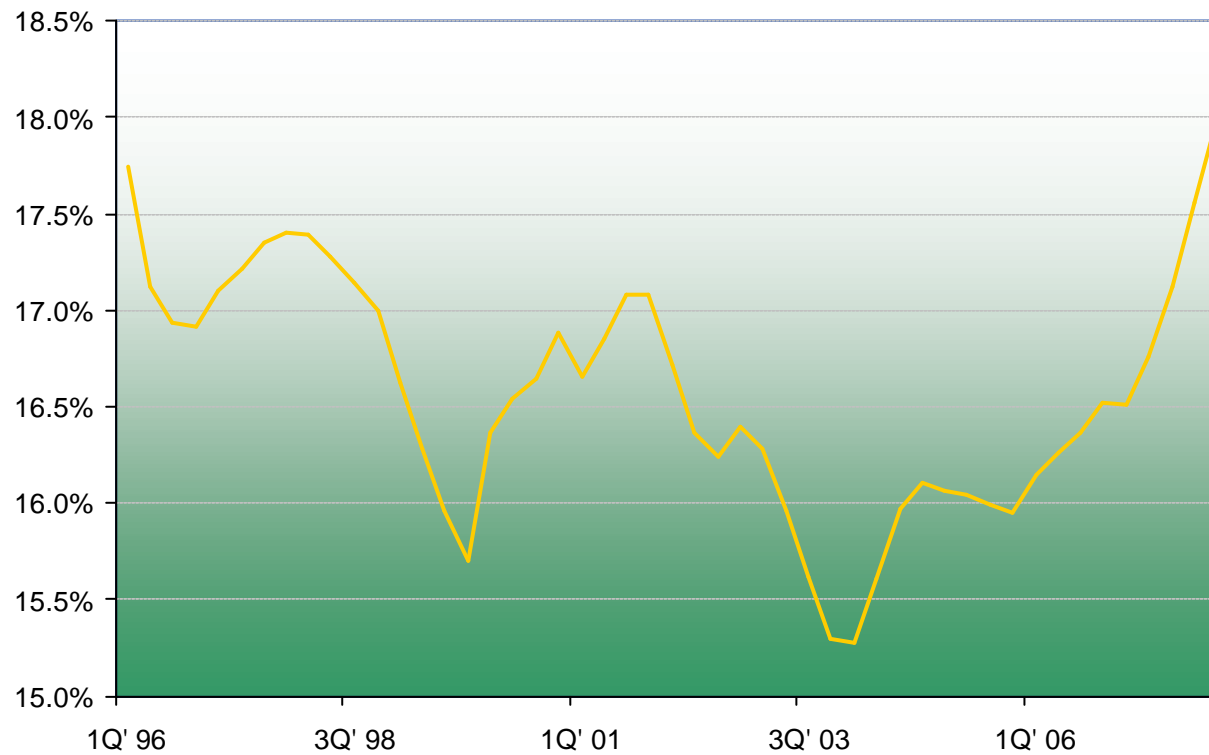


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

# 設備投資の寄与度が上昇

設備投資額はすでに対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る。

設備投資額の対GDP比(%)



出所 : Fiesp, IBGE

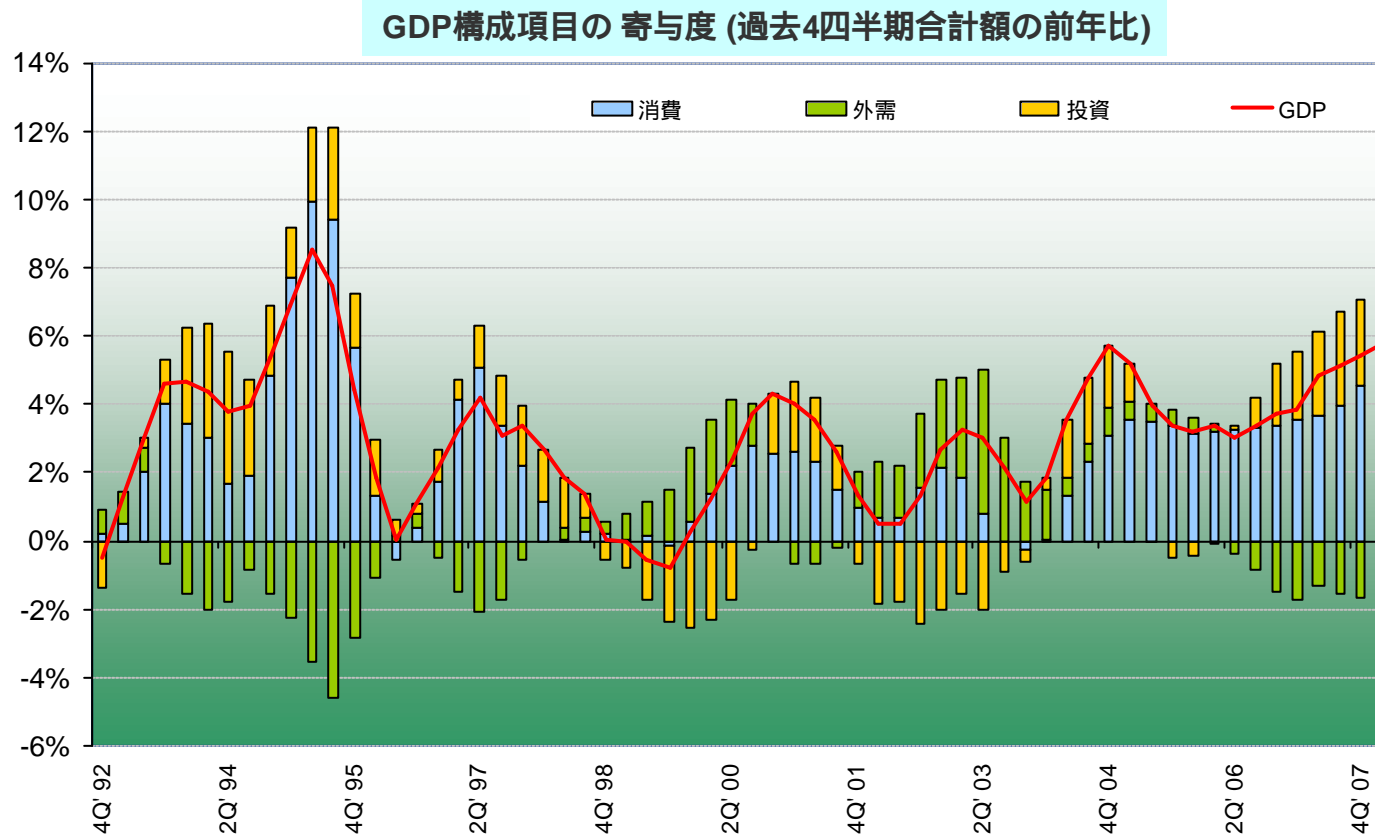


# 消費と設備投資が成長を押し上げている

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ている。

ここ2年間は、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。

ただし、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。

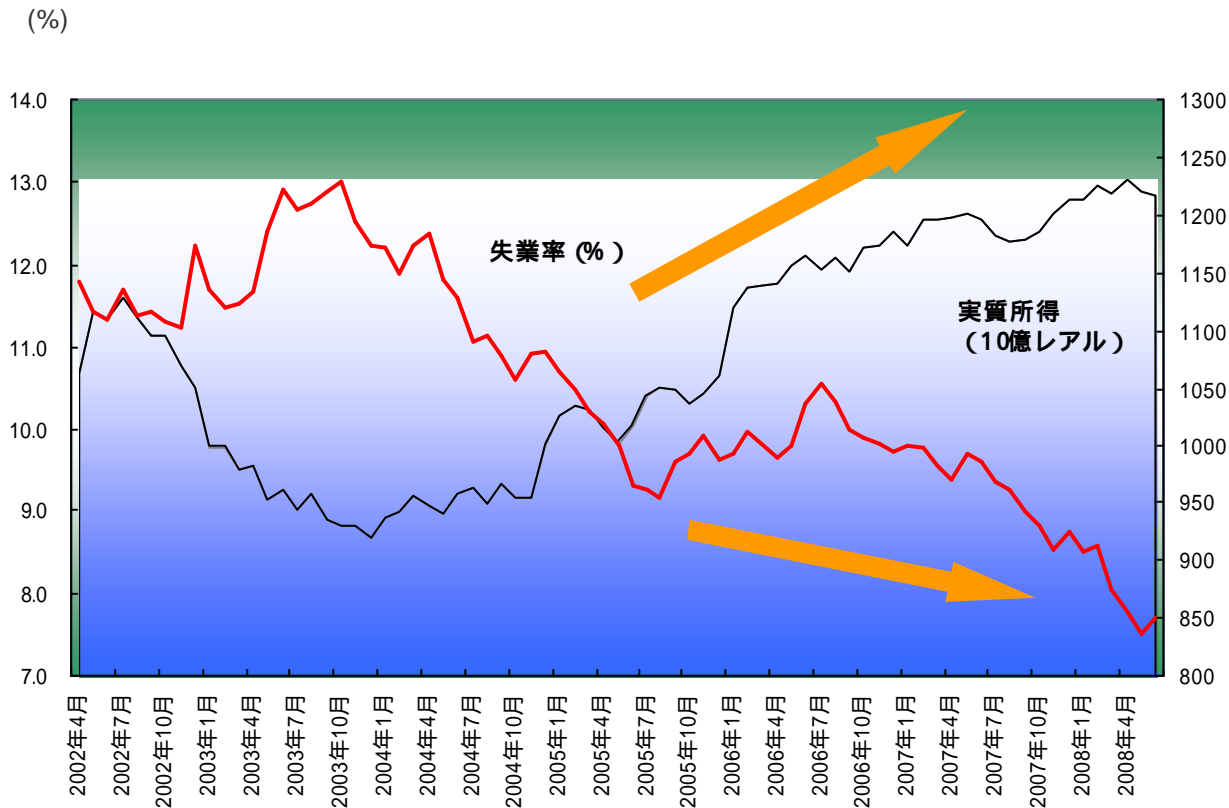


出所 BNPパリバ証券作成 / IBGE

# 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)の支えとなっている。

### 失業率と実質所得の推移



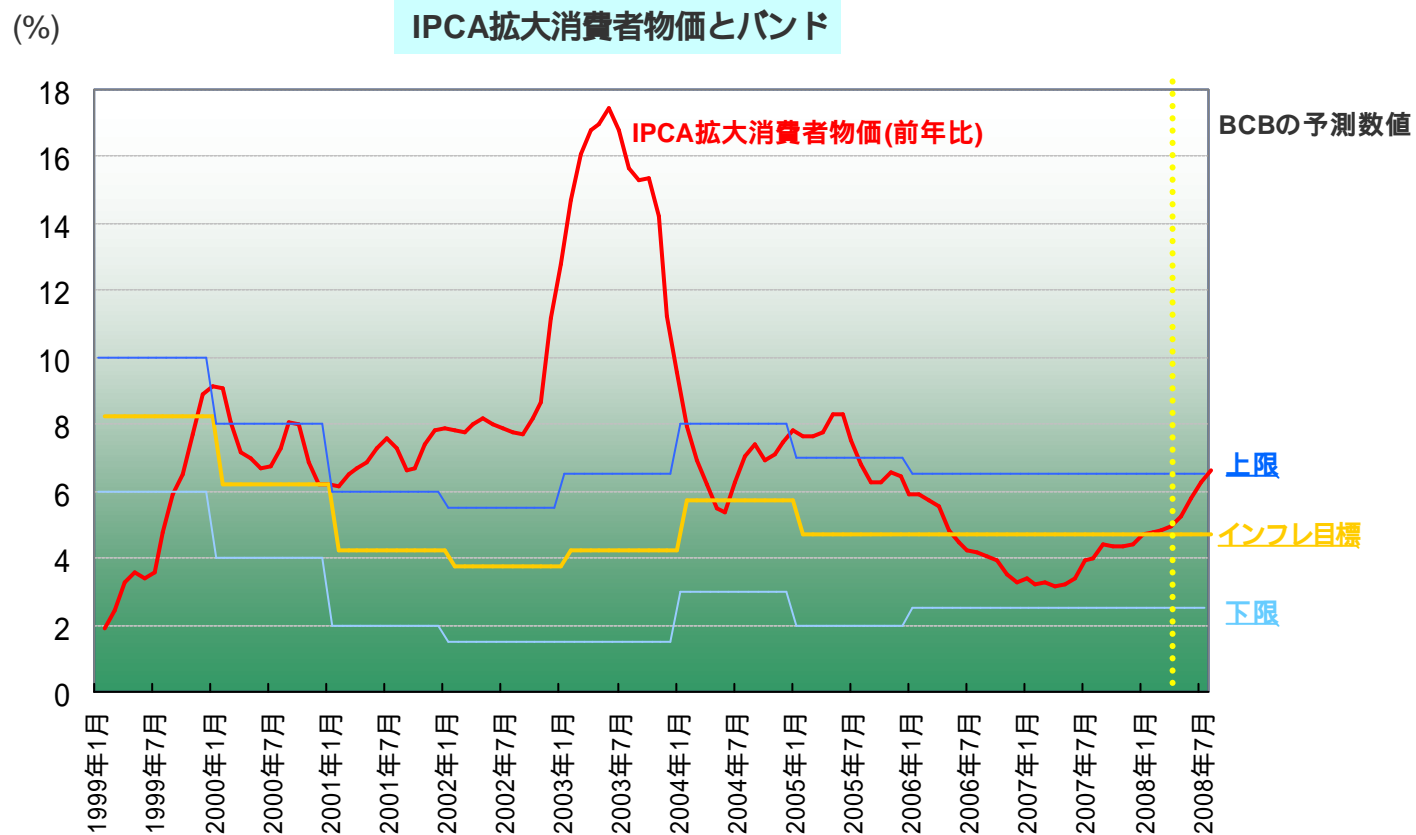
出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

# 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。

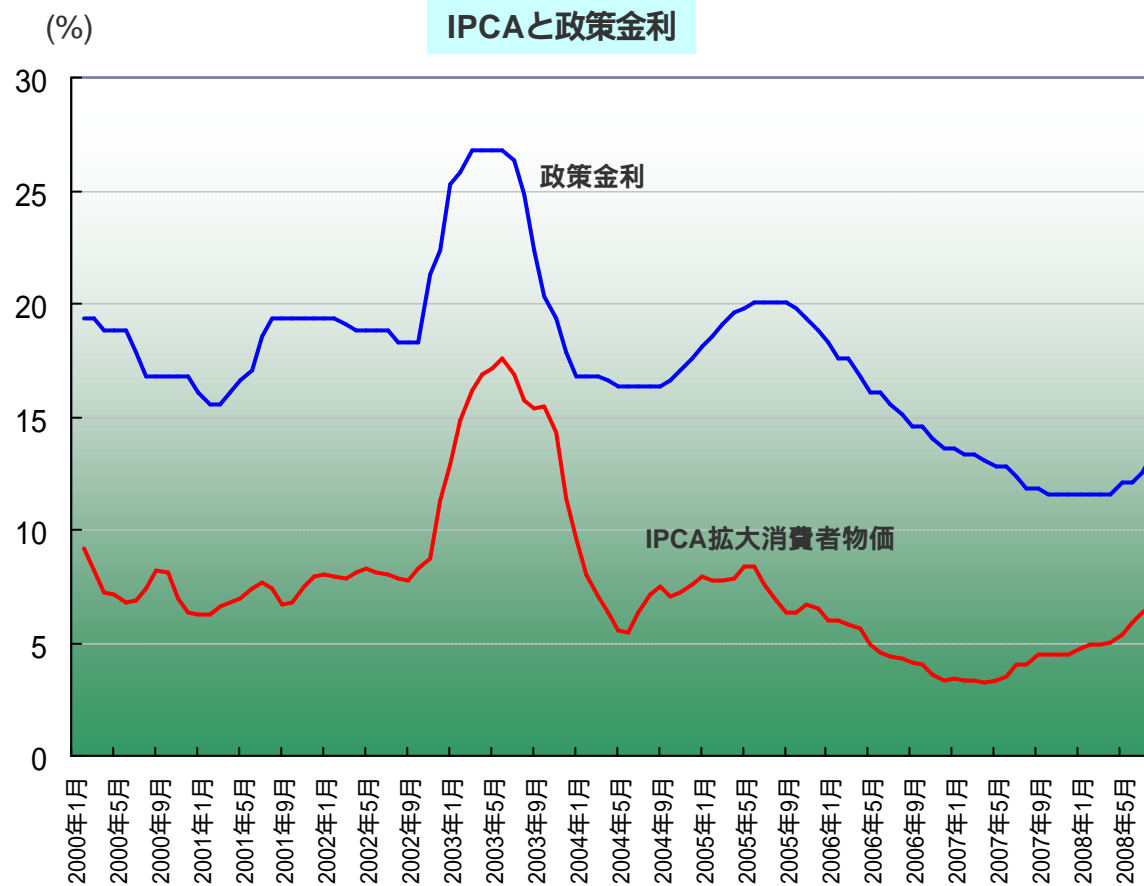
2006年半ばにインフレ率は初めて目標を下回った。直近ではこれを上回ったため、今年に入りブラジル中銀は政策金利を引き上げた



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いる。



出所 BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

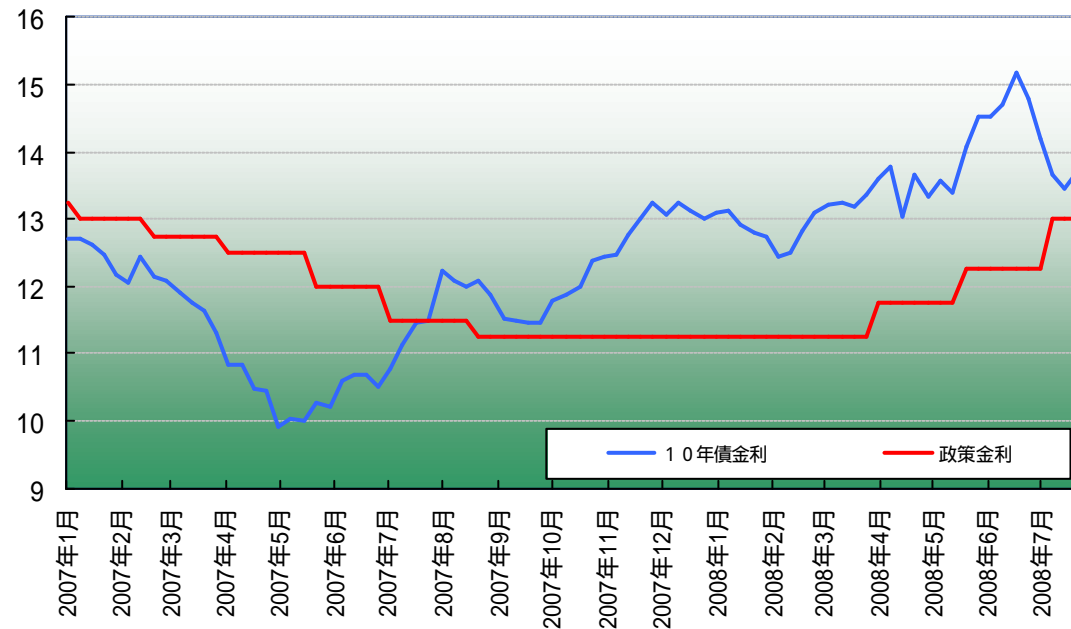
# 政策金利は今後さらに上昇か

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月に中銀は計175bpの引き上げを行った。

総合インフレ上昇がインフレ期待に与える影響を懸念し、ブラジル中銀は来年の春にかけて15.75%まで利上げを行うと思われるが、その時点では成長減速に応じてインフレが低下すると思われ、利上げは打ち止めとなろう。

### ブラジル10年債利回りと政策金利の推移

(%)



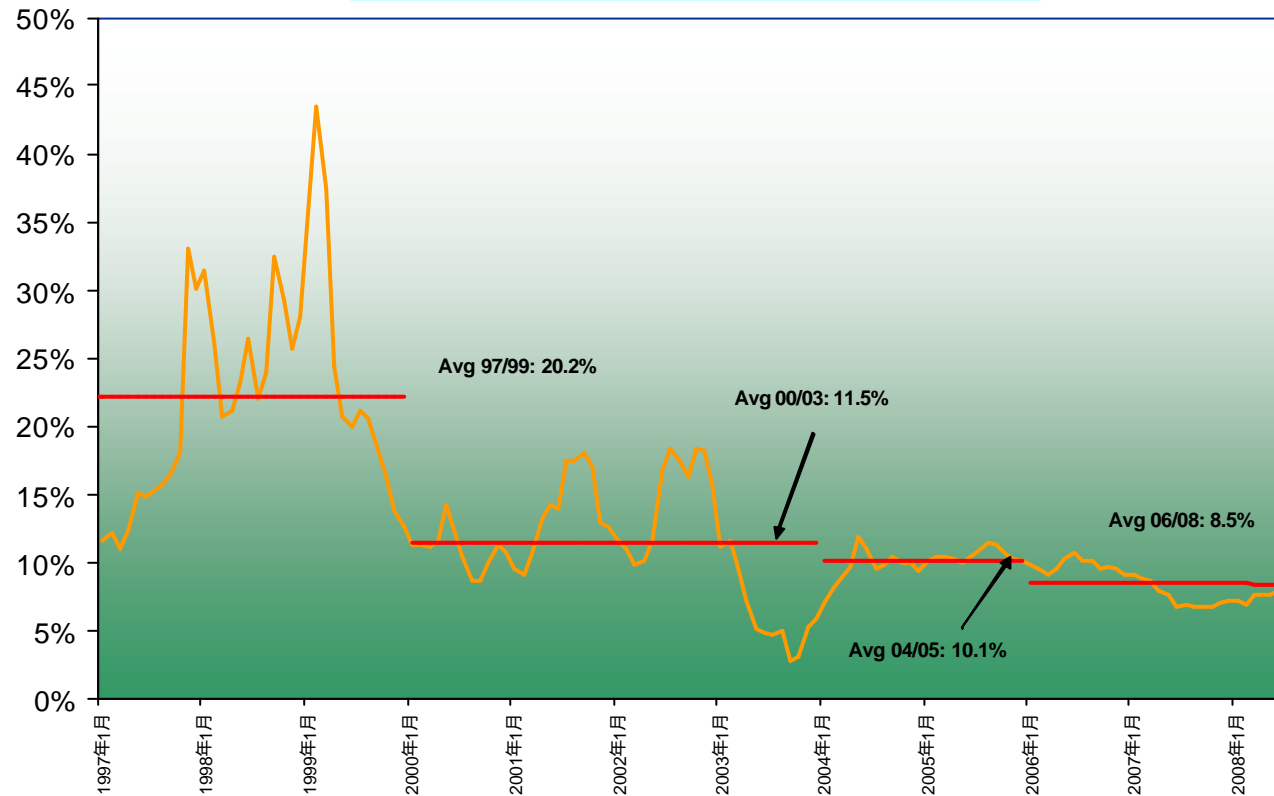
出所 BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

# 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 of 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。

インフレ調整後の実質金利(銀行間金利1年もの)



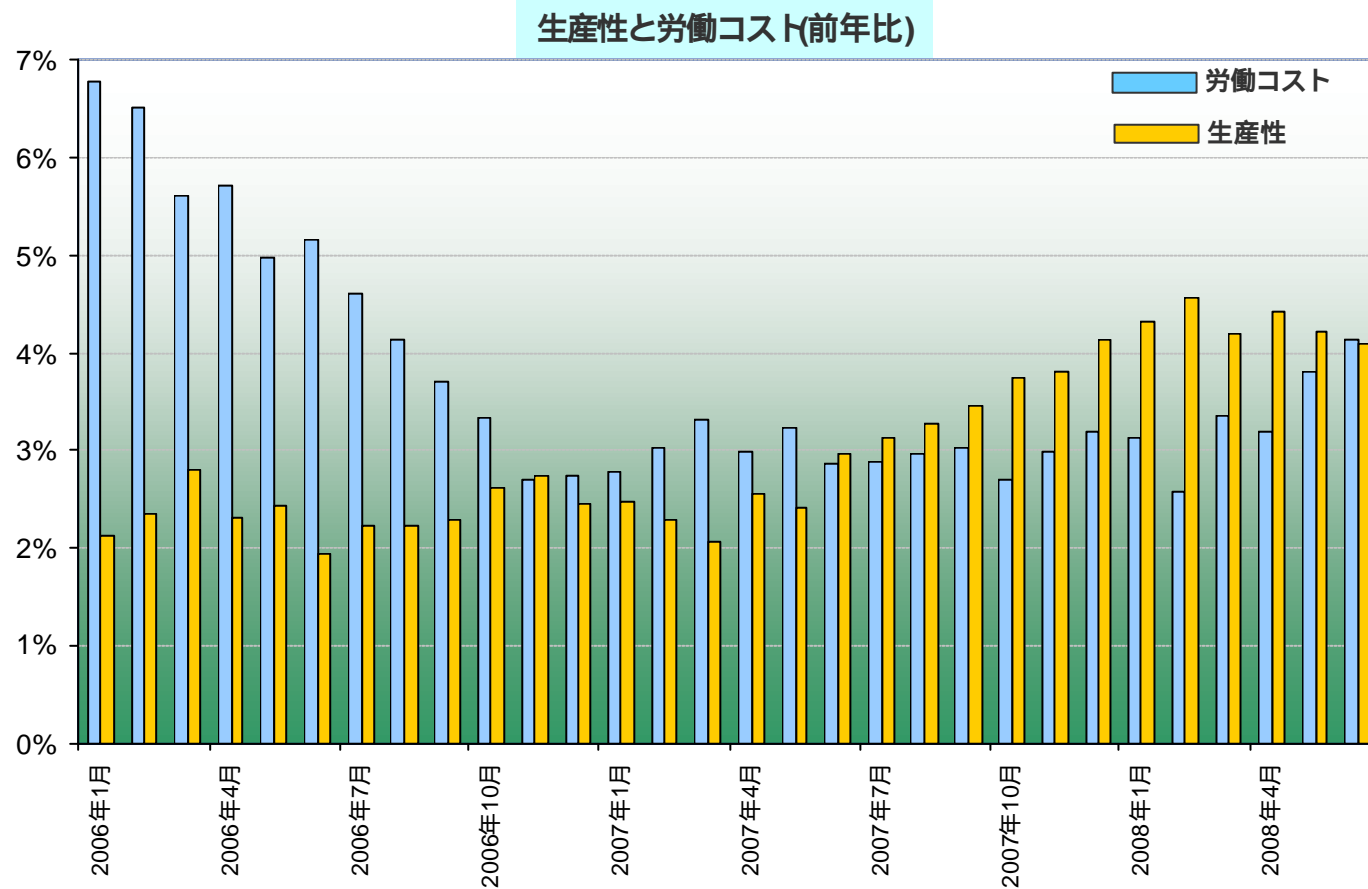
出所 BCB

# 労働コストは低下傾向

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るリスクがあり、中銀の利上げペース加速の理由となっている。

少なくとも年内の会合毎に75bpの利上げペースが続く見込み。

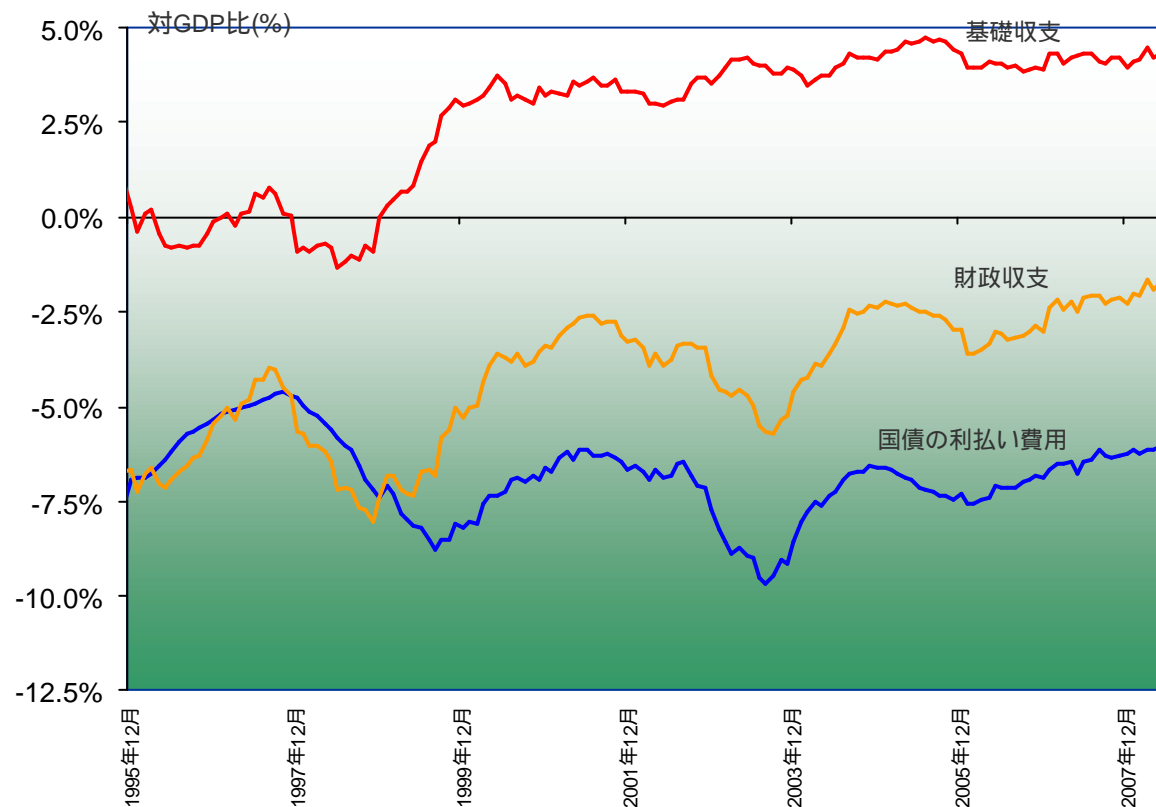


出所 :BGE / BNPパリバ証券作成

# 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、現時点における財政赤字は対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。



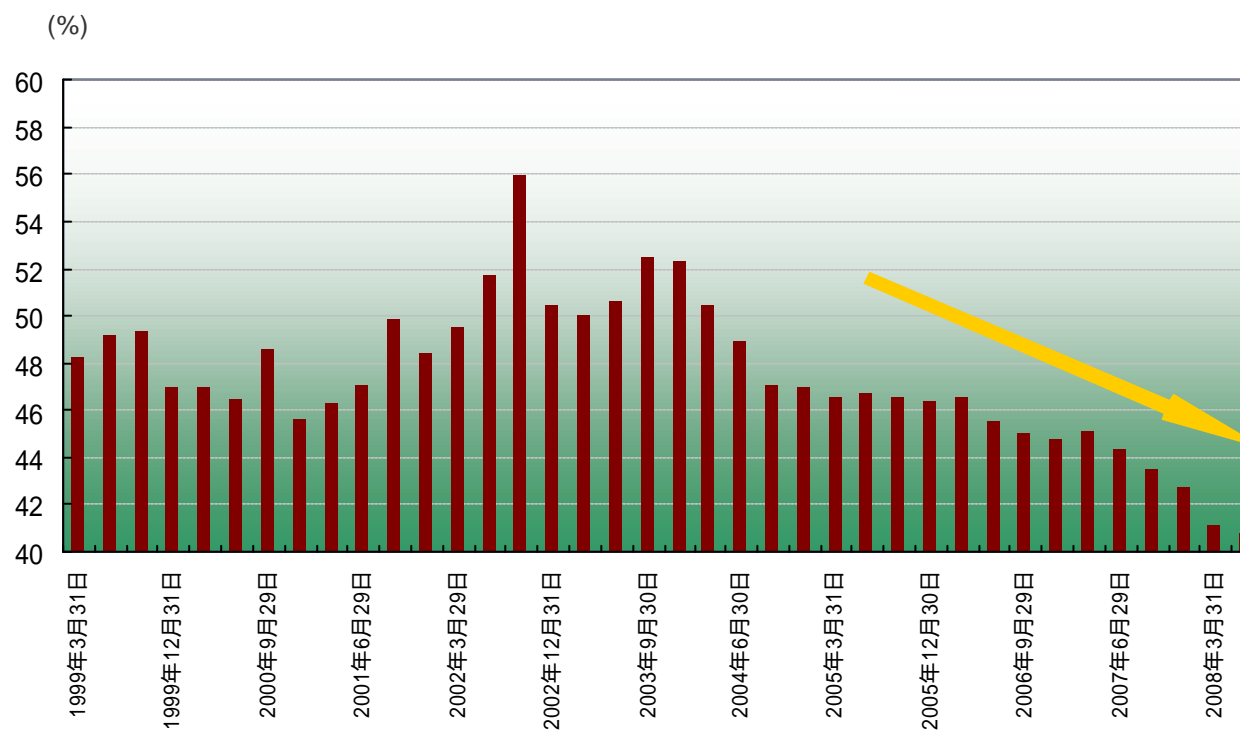
出所 BCB



# 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



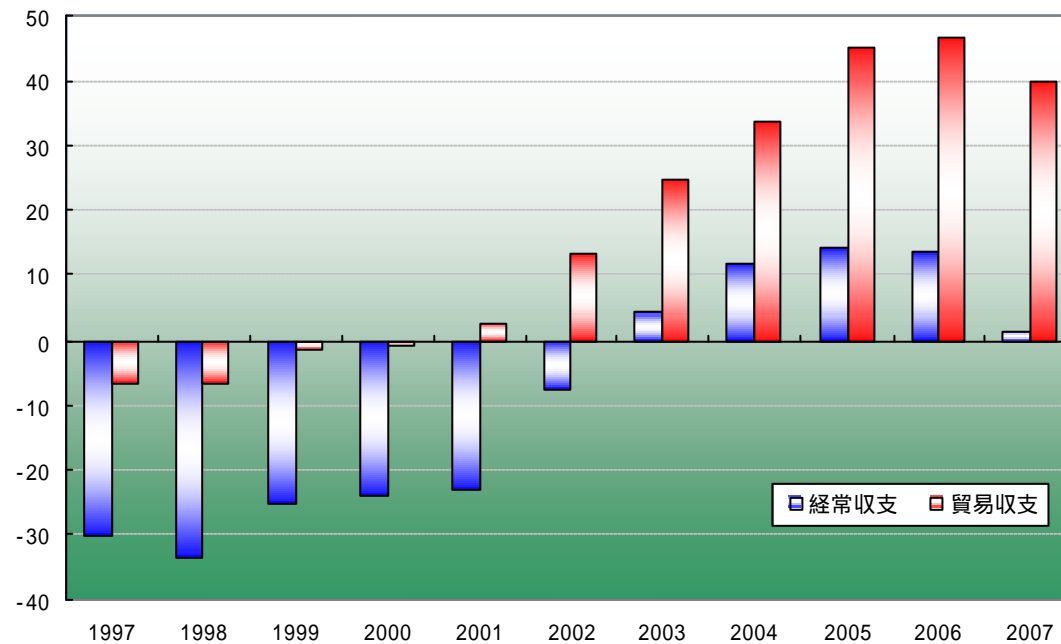
出所 BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

# 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。

## 貿易収支および経常収支の黒字転換

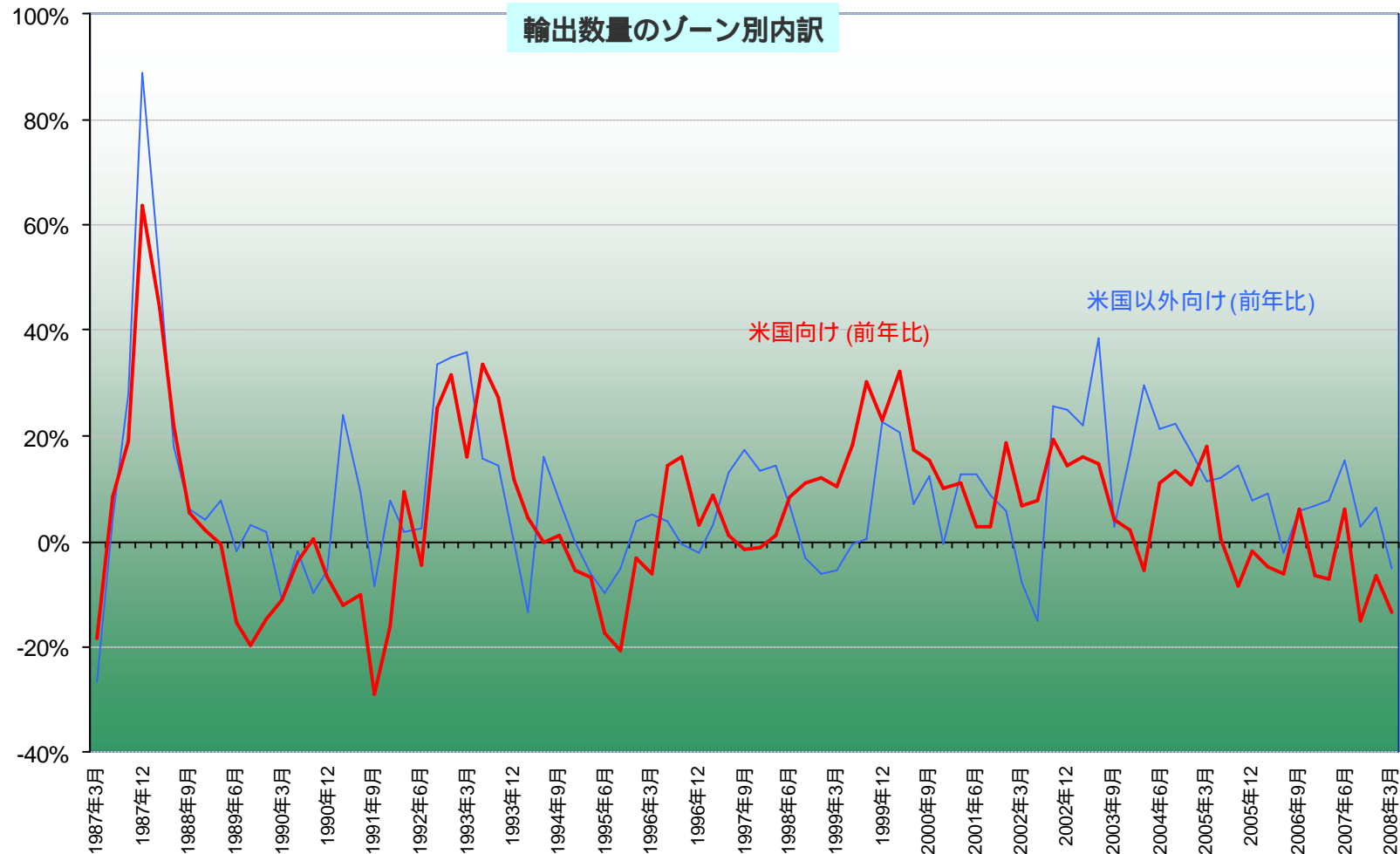
(10億USドル)



出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

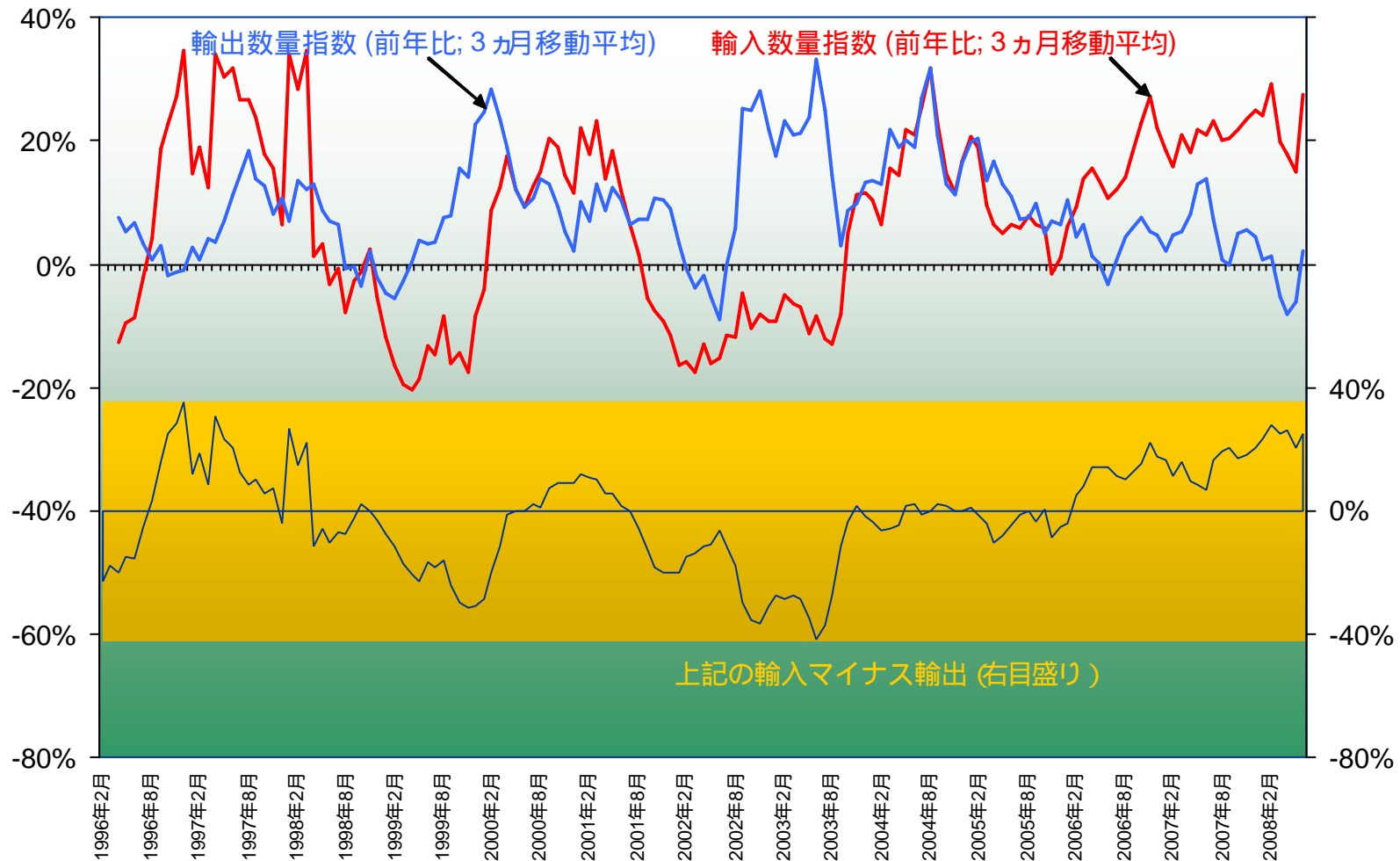
# ただし輸出は米国向け主導で減少傾向に

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。



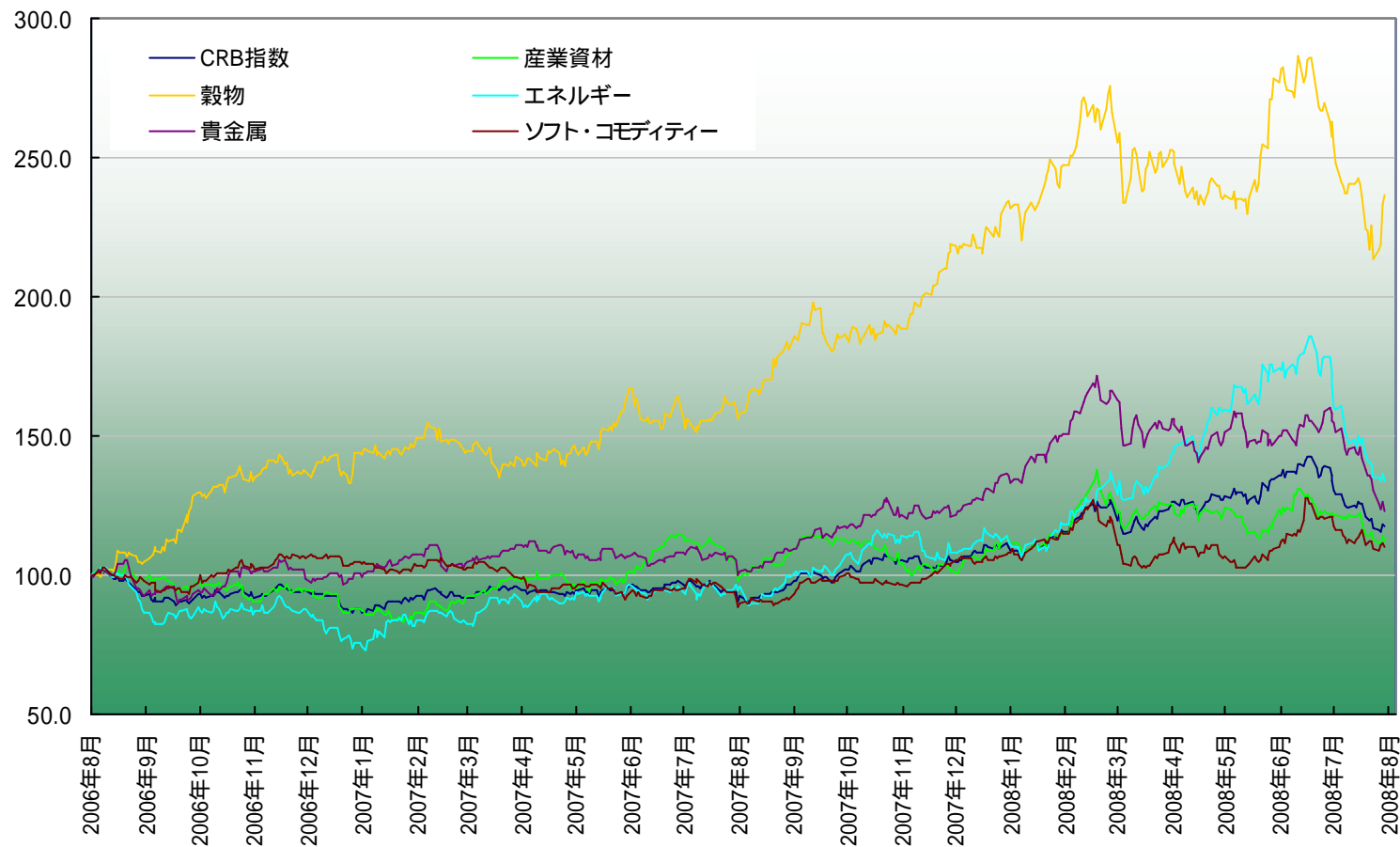
# 輸出と輸入のバランス

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り始めた。  
内需の伸びが力強いだけに、純輸出の寄与度はこの先低下することになる。



# 原材料価格は引き続き高水準にある

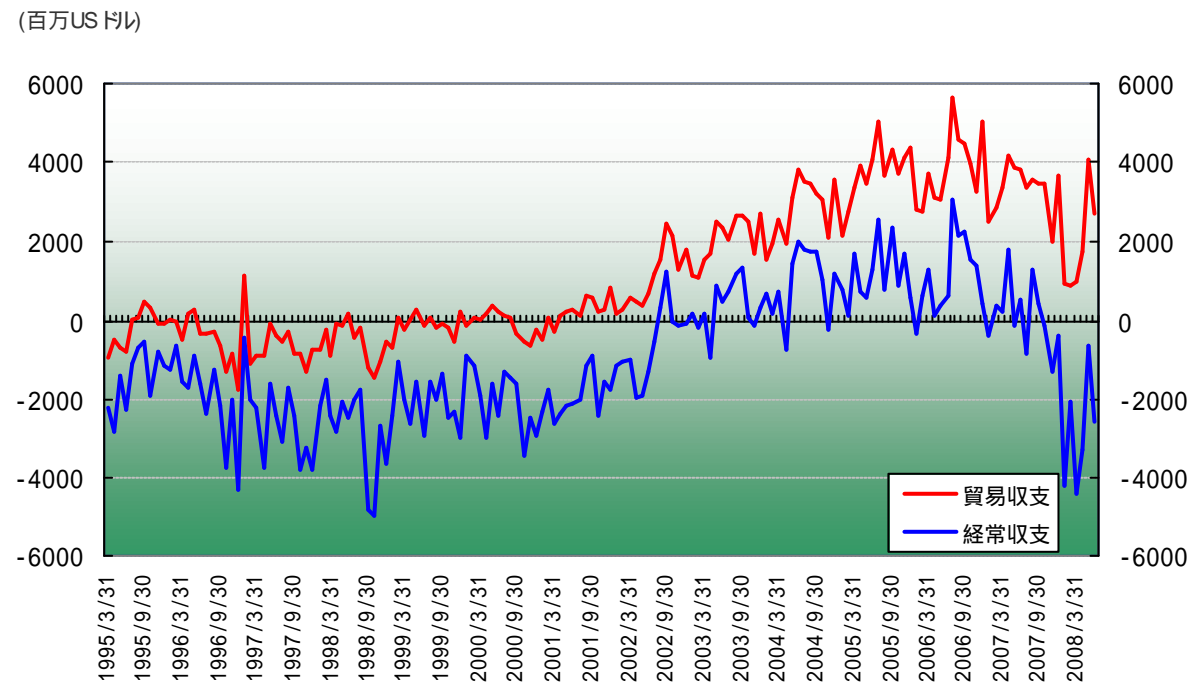
原材料価格には2008年半ばから頭打ち傾向が見えるが、引き続き高い水準にある。こうした原材料の輸出品目に偏りが無い国(ブラジルは石油の純輸出国)には、輸出額の押し上げ要因であり続ける。



# 経常収支の赤字傾向(1)

貿易収支は、米国の景気後退にもかかわらず、他の通貨圏からの旺盛な需要で黒字を維持している。一方で経常収支は、所得収支の悪化から赤字に転じつつあり、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、為替レートには悪材料とされるリスクがある。

## ブラジルの経常収支と貿易収支の推移

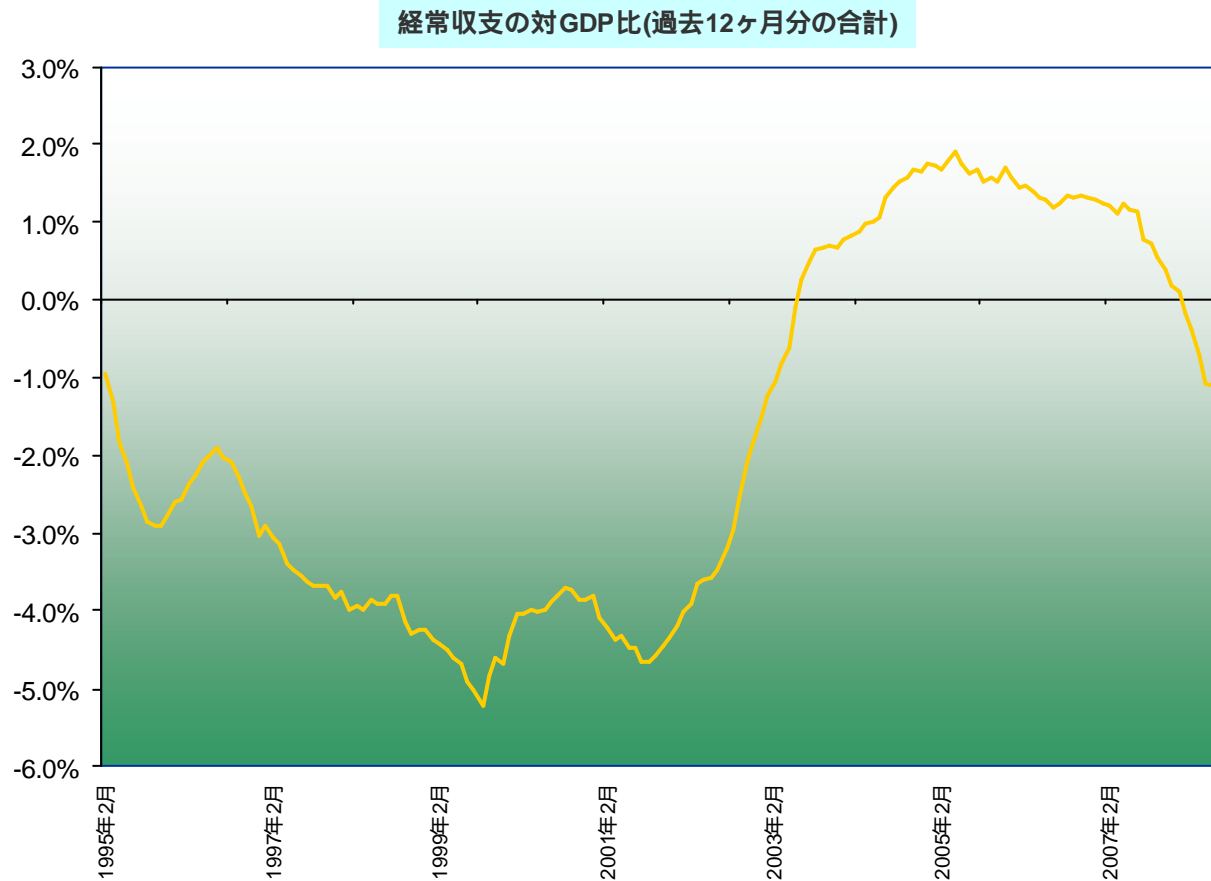


出所: BloombergデータよりJBNPパリバ証券作成

## 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、海外からの資金流入のせめぎ合いの中で、2001年以降は後者の黒字効果が勝っている。

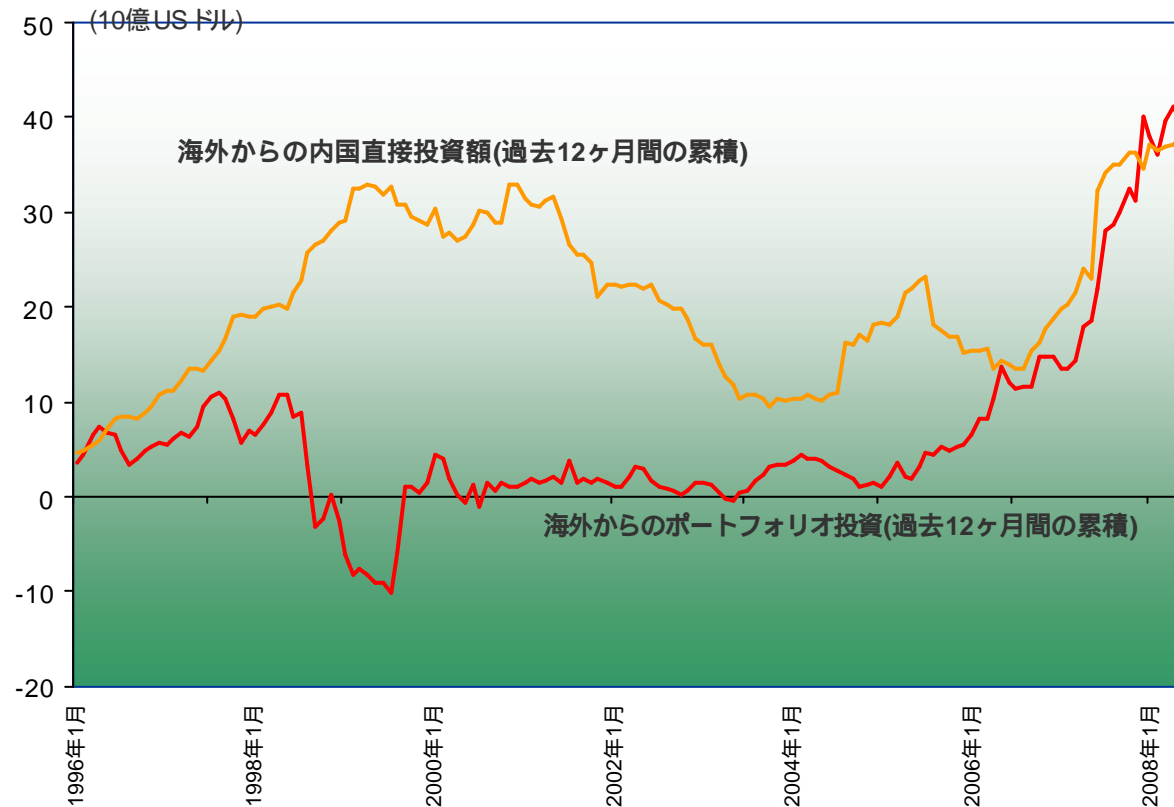
ここ数年は設備投資意欲が旺盛であるため、資本財の輸入が増加しているが、海外からのブラジル向け直接投資がこれをある程度相殺する効果となっている。



出所 BCB

# 海外からの資本フローは引き続き増加傾向

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る。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いる。



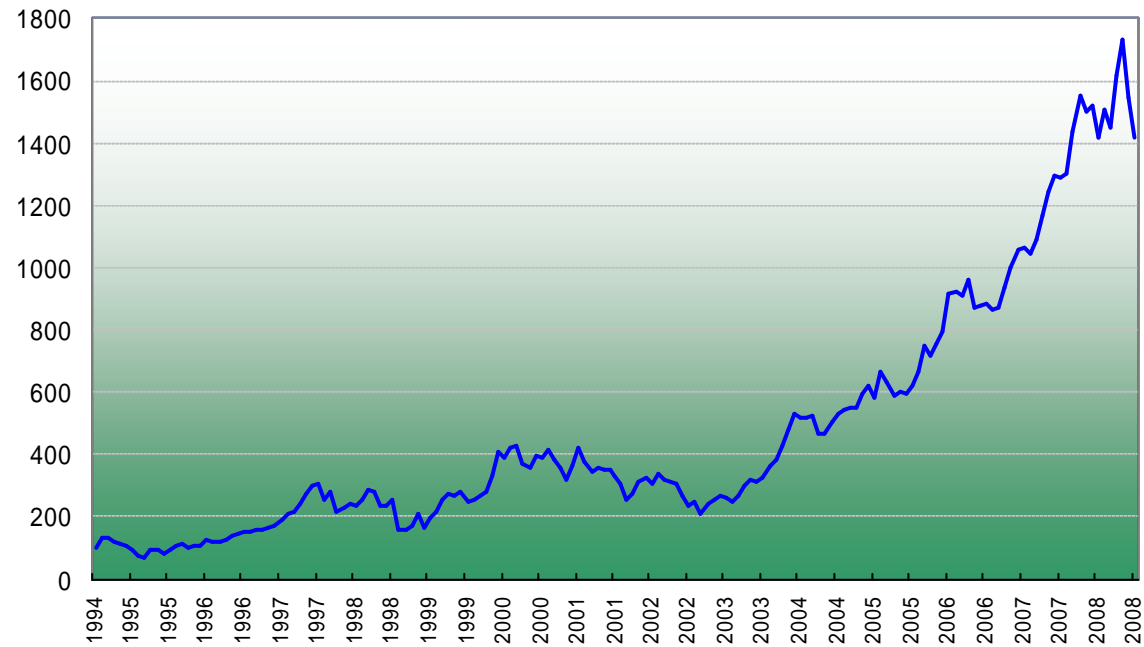
出所 BCB



# 株価は引き続き高水準で堅調な推移

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。

ボベスパ指数の推移 (1994年7月29日 = 100)

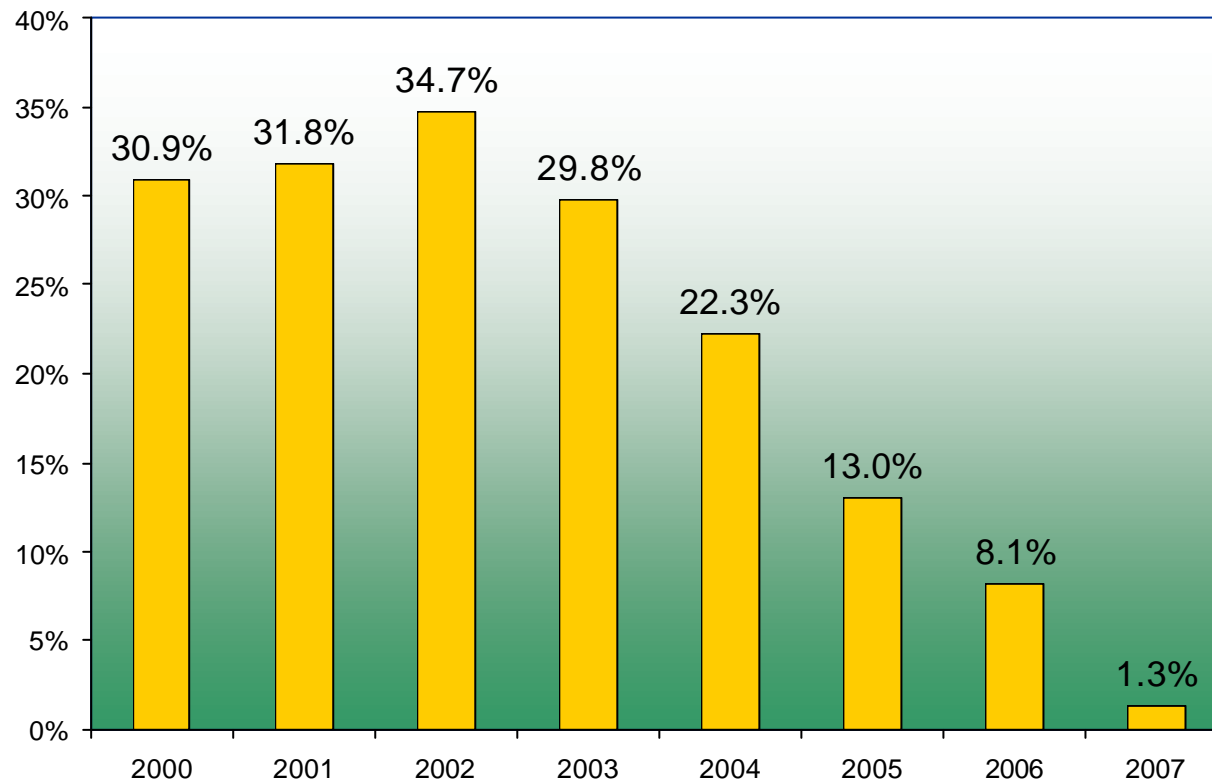


出所: BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

# 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、純債権国に転換しつつある。

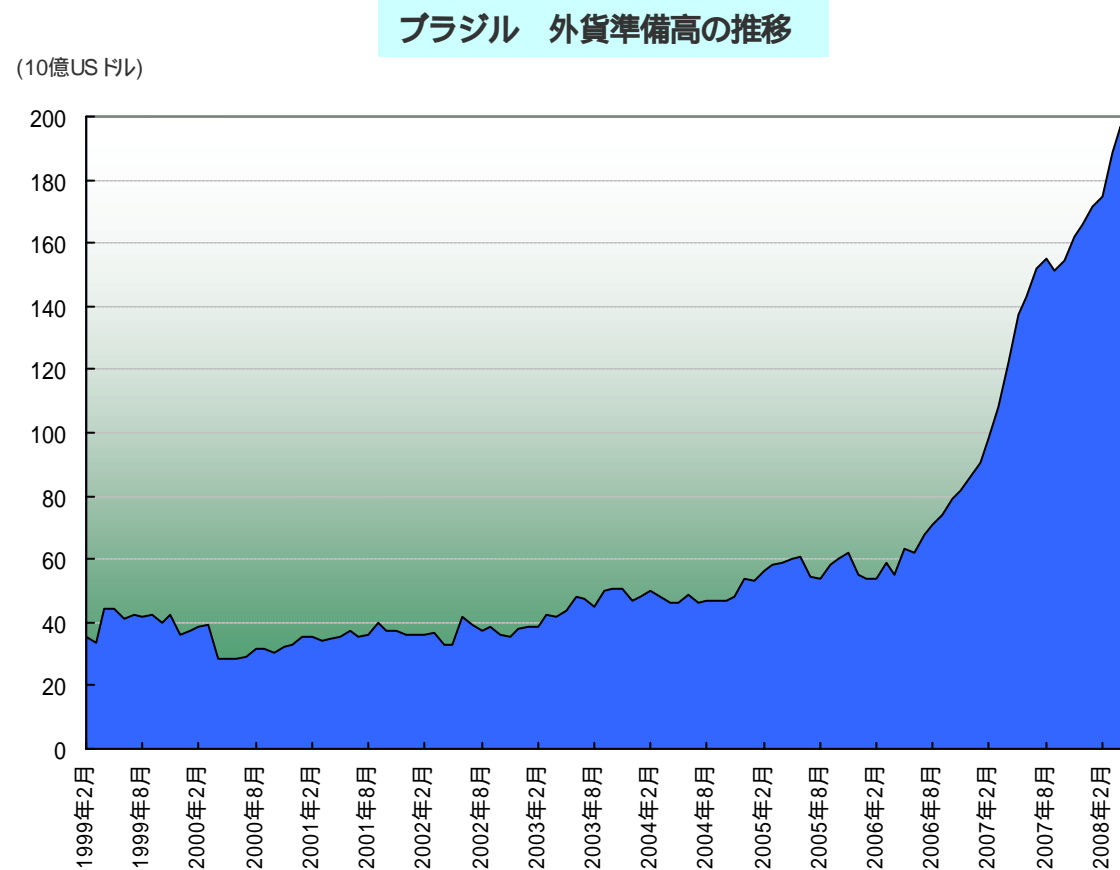
ネットベースの対外債務(対GDP比)



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

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BNP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	1808.83	68.4	35.7	6/30/08
2	日本	973.45	22.3	9.0	6/30/08
3	ロシア	578.30	58.6	42.4	7/11/08
4	インド	298.79	32.8	41.1	7/11/08
5	台湾	291.41	82.0	9.5	6/30/08
6	韓国	258.10	29.1	3.0	5/31/08
7	ブラジル	184.59	17.3	29.0	6/30/08
8	シンガポール	176.65	133.7	22.6	6/30/08
9	香港	157.60	83.0	15.6	6/30/08
10	アルジェリア	129.15	112.6	45.5	5/31/08
11	マレーシア	120.00	79.6	28.1	6/30/08
12	タイ	106.42	51.6	53.7	7/11/08
13	メキシコ	86.74	10.3	24.4	7/11/08
14	リビア	85.56	170.0	33.6	3/31/08
15	U.A.E	81.36	62.7	170.2	2/29/08

出所 : BloombergデータよりBNPパリバ証券作成

## 目先の成長率とインフレ率

- ▶ 第2四半期は成長・インフレの双方とも高い伸びを示した。例えば、6月の小売売上高は前年比で8.2%と前月の11.10%から低下したものの水準としては高い。鉱工業生産は世界的な景気減速を受けた外需の落ち込みから多少伸び悩んでいるものの、前年比の3ヶ月移動平均は6月時点で5%を上回っている。
- ▶ 第2四半期の実質成長率(前期比)は、前期の0.7%から1.1%に加速すると思われる。その場合、前年比は5.8%から5.4%へ低下するだろうが、それでも2007年の第4四半期と変わらない水準で引き続き堅調な水準にある。
- ▶ 消費の高い伸びが持続している中、インフレ率の上昇ペースが加速している。IPCAインフレ率前年比は、昨年1月の4.46%・今年3月の4.73%から7月には6.37%に上昇し、中銀のインフレ目標レンジ上限まであと0.1%余りを残すばかりとなった。

## 目先の金融政策(1)

---

- ▶ 7月23日の75bp利上げ( = 政策金利は13.00%に)は、2009年までにインフレ率を目標レンジ内(すなわち4.50%以下)に引き戻す強い意志を反映したものと見えよう。
- ▶ これまでの原材料価格上昇を反映して卸売物価が上昇している中、消費と設備投資は堅調さを維持している。また鉱工業生産は第2四半期初めに多少落ち込んだ後に持ち直しており、設備稼働率は高い水準にある。
- ▶ こうした徴候は、先進国経済で成長減速が鮮明となる中でも、引き続きブラジルの内需が非常に力強いことを示している。この意味では、直近のインフレ上昇は、原材料価格上昇よりはむしろ国内の需要の強さを反映したものであり、その分息の長いインフレ圧力となるリスクがある。

## 目先の金融政策(2)

▶ 実際のところ、設備稼働率は現在83.3%と今次サイクル上の最高値を更新している。  
内需が減速するまではブラジル中銀は75bpの利上げペースを近い将来は維持する公算が高い。

▶ 当社は、この先も7月同様に75bp利上げが年内は継続されると予想している。  
すなわち、現在(7月末時点の13.00%)から、

9月10日	13.75%
10月29日	14.50%
12月10日	15.25%

さらに2009年第1四半期にも追加で50bpの利上げが続き、政策金利は15.75%に達すると思われる。  
その時点では内需は十分減速していると思われ、それ以上の利上げは回避されよう。

- ▶ 8月に入り、新興国通貨の為替レートは対ドルで下落が進んでいる。ユーロ圏がマイナス成長に転じたことを契機に世界的な成長減速懸念が高まった。そのため一次産品需要が減少するとの観測から、原油および資源価格の低下をもたらし、同時に資源国通貨全般の売りを促した。
- ▶ ただし、信用市場の緊張状態が沈静化するまでは米国は低成長・金利据え置きが予想され、ここ1ヶ月のペースで新興市場通貨が下落し続けるかは疑問視される。とはいえ、来年のいずれかの時点で米国の住宅市場・家計消費は底打ちし、米国の期待成長率が高まる時点では、対主要通貨でドルの上昇ペースが加速する公算が高い。
- ▶ こうした中、新興国全般において各国中銀はインフレ抑制のために利上げを強いられる状況となっている。ドル・ユーロ・円の3主要通貨圏において成長が減速する中、新興国の成長に対する外需の寄与度は低下しがちとなる。新興国では、対外収支が悪化する中で利上げが続くため、成長の減速が進み、それが新興国通貨の売り材料とされやすい。
- ▶ それでも、内需がかなり堅調な水準にあるブラジルでは、利上げは十分正当化されるため、その通貨はむしろ評価されよう。逆に言えば、外需・内需の双方が急速に低迷度合いが強まっている新興国では、成長モメンタムが低下する中で、インフレ抑制のための利上げにも限界が出てくるため、通貨に売りが集中しやすくなる。このようにブラジルは、新興国通貨の中では相対的に打たれ強い通貨といえよう。



# 金融商品取引法に係る表示

商号等	SBIイー・トレード証券株式会社 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イー・トレード証券は、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。