

台頭するブラジル経済

～ 豊富な資源と工業力を強みに「第二の米国」へ飛躍をめざすブラジル ～

<要旨>

- ブラジル経済は、潜在力の大きさが期待されながらも、1980年代には対外債務危機やハイパーインフレーション、1990年代には通貨危機といった混乱のため、なかなか安定成長軌道に乗ることができなかった。しかし、2004年以降、経済成長率は持ち直し、2008年上半期の成長率は6%台と、ようやく他のBRICs諸国との差が縮まってきた。
- ブラジルの最近の景気拡大の背景として、まず、2002年に急落した為替相場が2003年以降は一転してレアル高となり、それに伴って金利が低下したことがあげられる。レアル高の背景には、当初、経済運営が不安視されていたルーラ政権が市場機能と財政健全化を重視する姿勢を明確化したことによる、外国投資家のブラジルへの信認回復がある。
- 昨今の世界的な資源ブームにより、資源大国であるブラジルへの世界の注目が高まっている。ブラジルの最大の輸出品目である鉄鉱石は、中国の鉄鉱石需要拡大などを追い風に急ピッチで輸出が増加してきた。また、第二位の輸出品目である原油も、大西洋沖の海底油田開発により生産拡大が続いてきた。さらに、ブラジルでは、砂糖きびを原料とするエタノールの生産も拡大しており、石油代替燃料としての将来性が注目されている。
- ブラジルの輸出品目の上位に並ぶのは一次産品であるが、ブラジルは単なる一次産品供給国ではない。輸出全体に占める一次産品の比率は3割であるのに対し、工業製品の占める比率は5割にも達している。工業製品輸出品目のトップは航空機、第二位は自動車である。
- ブラジル経済にとって大きな問題は対外債務である。対外債務返済負担の重さを示す指標であるデットサービスレシオは、足元で40%前後と、警戒ライン(30～40%)を上回っている。今後、一次産品価格下落の長期化などにより輸出低迷が続けば、対外債務返済のための外貨調達難の懸念が浮上し、レアル安につながるおそれもあるだろう。
- ブラジルは、30年前に高度経済成長時代が終わっており、現在の経済成長率は中国やインドほど高くない。他方、著しく高水準な国内金利が経済成長率を押し下げているという側面があり、これを是正すれば成長率を高めることが可能であろう。
- ブラジルは、一次産品が豊富な上に工業力もあるという、米国型の経済構造を有しているといえる。中長期的には、ブラジルは、「第二の米国」ともいえるべき大国として世界経済の中で台頭してゆく可能性があるだろう。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部

堀江正人 (E-Mail: horie@murc.jp)

■■■■■■ 目次 ■■■■■■

はじめに ～ 復調するブラジル経済と日本企業のブラジルに対する評価の回復 …	p.1
1. ブラジル経済を停滞させた要因 ～ 対外債務危機、インフレ、通貨危機	
(1) 対外債務危機 ～ 対外債務膨張を背景とする高度経済成長の挫折 …	p.2
(2) ブラジル経済の「失われた 10 年」をもたらしたハイパーインフレーション	p.3
(3) 通貨危機 ～ アジアとロシアの通貨危機がブラジルにも波及し通貨急落 …	p.4
2. ブラジル経済の復調 …	p.6
3. ブラジル経済を支える資源産業	
(1) 一次製品の輸出が急増 …	p.10
(2) 鉄鉱石輸出は対中輸出急増を牽引役に急拡大 …	p.10
(3) 原油生産の拡大 ～ 海底油田開発で大産油国になる可能性があるブラジル …	p.12
(4) 石油代替燃料として注目されるエタノール …	p.13
4. 工業にも強みを持つブラジル ～ 一次製品より工業製品の輸出が多いブラジル	p.15
5. 対外部門 ～ 経常収支・資本収支は黒字だが、対外債務負担は依然として重い	
(1) 経常収支黒字化 …	p.17
(2) 黒字幅が急拡大した資本収支 …	p.17
(3) 対外債務返済負担 …	p.18
6. ブラジルの経済成長率が他の主要新興国より低いのはなぜか？	
(1) 既に終わった高度成長期 ～ 中国のような高成長は 30 年前に経験済み …	p.20
(2) 経済活動を阻害する高金利 …	p.20
7. 投資先としてのブラジルのメリットと課題	
(1) ブラジルのメリット ～ 国内市場の成長性 …	p.23
(2) ブラジルの課題 ～ 脆弱な財政金融部門とブラジルコスト …	p.23
(3) ブラジル市場で欧米企業に遅れをとる日本企業 …	p.25
8. ブラジル経済の今後の展望	
(1) リーマンショックのブラジル経済への影響は？ …	p.26
(2) ハイパーインフレ、債務危機の再発可能性はあるのか？ …	p.26
(3) 中長期的に見てブラジル経済の強みは何か？ …	p.27

はじめに ～ 復調するブラジル経済と日本企業のブラジルに対する評価の回復

ブラジル経済は、1998年に発生した通貨危機後の低迷を脱し、2004年以降、復調を続けてきた。ブラジルの経済成長率は、2003年には僅か1%前後に低迷していたが、その後、徐々に持ち直し、2008年上半期には6%にまで上昇、他のBRICs諸国を追い上げる勢いが見られる。また、ブラジルは、資源大国であると同時に航空機や自動車を輸出するほどの工業力も持っている。これは、他の新興経済国にはない強みであり、ブラジル経済の将来性への期待を高める大きな要因になっている。

図表1. BRICsの経済成長率



(注) 2008年の値は、ブラジル、ロシア、中国が上半期実績、インドは4-6月期実績
(出所) 各国統計局データをもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部作成

ブラジル経済の復調と資源ブームを受けて、日本企業のブラジルに対する見方も改善しつつある。国際協力銀行による海外直接投資アンケート（以下、JBICアンケート）調査結果を見ても、長期的な有望事業展開先としてのブラジルの順位が足元で上昇しており、ブラジルの将来性に対する評価が高まっていることが確認できる。

こうしたことを踏まえ、本稿では、ブラジル経済復調の背景・要因を探るとともに、今後のブラジル経済の成長可能性と課題について考察する。

図表2. 日本の製造業が今後の事業展開先として有望と考える国々（今後10年程度の長期的スパン）

順位	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
1位	中国	インド	インド						
2位	米国	インド	米国	インド	インド	インド	インド	中国	中国
3位	インド	米国	インド	米国	タイ	ベトナム	ロシア	ロシア	ロシア
4位	タイ	タイ	ベトナム	タイ	ベトナム	ロシア	ベトナム	ベトナム	ブラジル
5位	ベトナム	ベトナム	タイ	ベトナム	米国	タイ	米国	ブラジル	ベトナム
6位	インドネシア	インドネシア	インドネシア	ロシア	ロシア	米国	タイ	タイ	タイ
7位	マレーシア	ブラジル	ブラジル	インドネシア	インドネシア	ブラジル	ブラジル	米国	米国
8位	ブラジル	台湾	ロシア	韓国	ブラジル	インドネシア	インドネシア	インドネシア	インドネシア
9位	英国	マレーシア	マレーシア	ブラジル	韓国	韓国	韓国	メキシコ	南アフリカ
10位	台湾	韓国	韓国	マレーシア	台湾	マレーシア	マレーシア	トルコ	トルコ

(出所) 日本政策金融公庫 国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」（各年版）

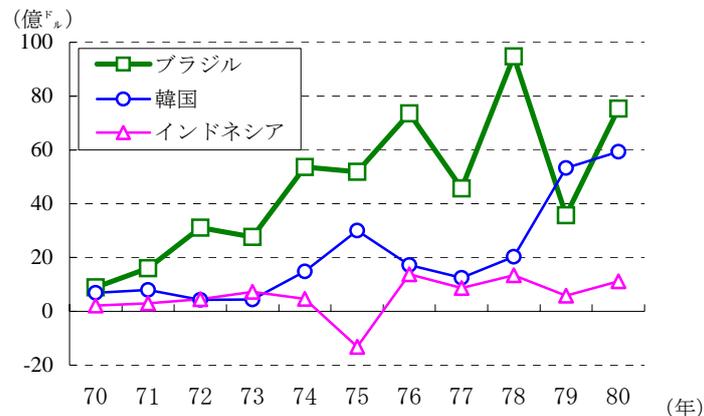
1. ブラジル経済を停滞させた要因 ～ 対外債務危機、インフレ、通貨危機

近年のブラジル経済の復調についての分析に入る前に、まず、今までブラジル経済を停滞させた対外債務危機、ハイパーインフレ、通貨危機といった要因について、何が原因でどのように発生したのかを確認しておこう。

(1) 対外債務危機 ～ 対外債務膨張を背景とする高度経済成長の挫折

ブラジル経済は、1960年代後半から1970年代前半にかけて、「ブラジルの奇跡」と呼ばれる高成長（10%以上の高い経済成長率）を遂げた。しかし、この時期のブラジルは、アジアなど他の発展途上国よりも積極的に対外借入を増やしていた。つまり、高成長の裏には対外債務の膨張があり、過剰な借入に支えられた高度成長という側面があった。

図表3. 1970年代のブラジルの対外借入額の拡大



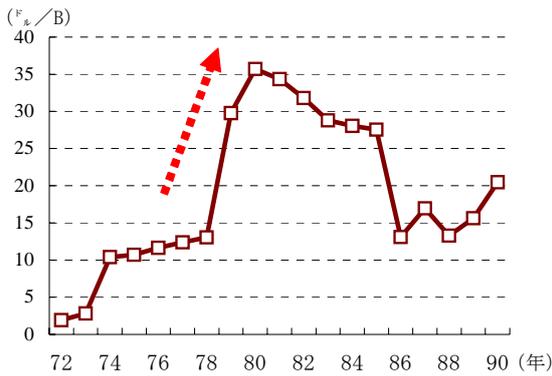
(注) 直接投資・証券投資を除く資本流入（対外借入が主体）の純額
 (出所) IMF, *International Financial Statistics*

当時のブラジルの経済政策は輸入代替型工業化であったが、この政策が資本財・中間財の輸入を増加させ経常収支赤字の慢性化につながっていた。つまり、対外債務残高が膨張する一方で、債務返済のための外貨獲得能力が脆弱になっており、債務返済が将来的に困難に陥るといった土壌が徐々につくられていたといえる。

こうした背景のもと、ブラジルの債務危機発生のもとの引き金となったのは、1979年の第二次オイルショックであった。このとき、原油価格が1年で3倍以上に急騰したため、米国のインフレと経常収支赤字が深刻化し、ドル不安が発生した。これに対応するため米当局は、金利を史上最高水準にまで引き上げたのである。

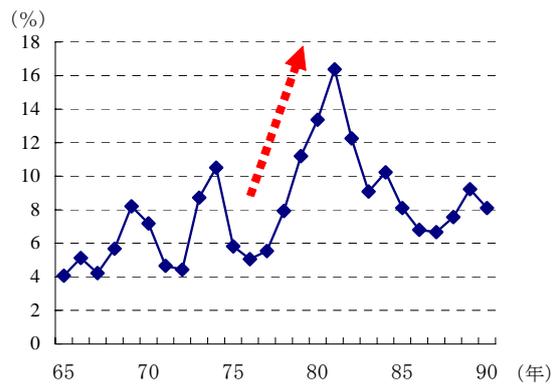
米国の高金利、それによるドル高、さらに原油高による交易条件悪化（＝ブラジルを含む非産油国の経常収支悪化）が、多額の対外債務を抱えるブラジル経済に大きな打撃を与え、対外債務返済が困難な状況に陥った。

図表 4. オイルショックによる原油価格の急騰



(注) 指標価格は、1972-85年はArabian Light、1986年以降はDubai (出所) BP Statistical Review of World Energy

図表 5. 1980年代初頭のFederal Fund Rate急上昇

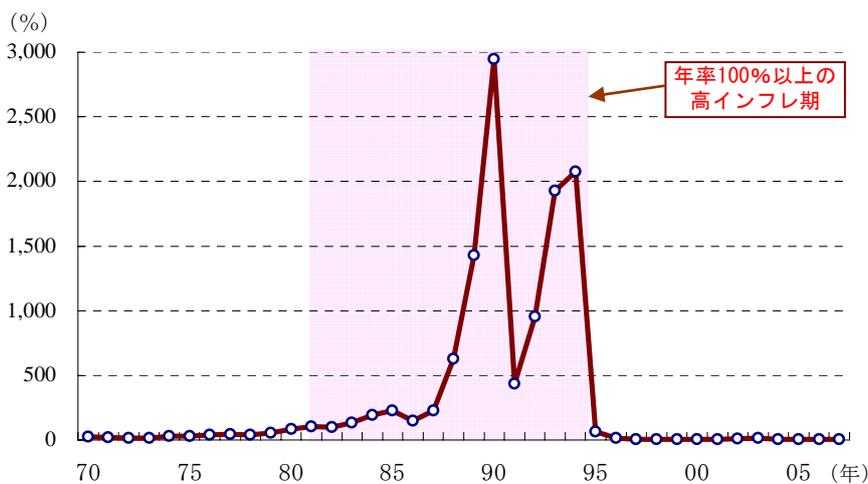


(出所) CEIC

(2) ブラジル経済の「失われた10年」をもたらしたハイパーインフレーション

ブラジルの年間インフレ率は、1970年代には概ね20~50%前後で推移していたが、1982年の債務危機による為替相場急落を受けて、インフレ率は100%を超えた。その後、1985年に、21年間続いた軍事政権終焉を受けて発足した文民政権のもとで財政支出が拡大し、歳入不足を補うために紙幣増刷（政府の中央銀行からの借入れによるDebt Monetization）を行ったことでインフレ率が短期間で急激に上昇した。1980年代後半にはインフレ抑制策が実施されたものの、賃金・価格の凍結を主体とし、インフレの根本原因である財政赤字を減らす構造改革が伴わなかったため、物価は抑制してもすぐに上昇する、という悪循環に陥った。このため、財政金融政策への国民の信認が失われ、物価上昇に歯止めがかからなくなり、1990年には、ついに年率2948%というハイパーインフレーションを記録した。

図表 6. ブラジルのハイパーインフレーション（1980年代後半～1994年）



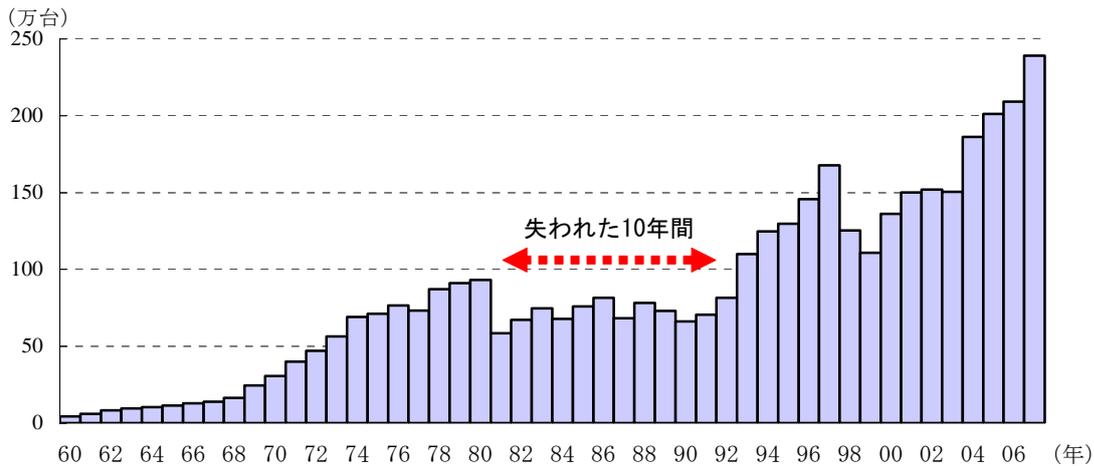
(出所) IMF, *International Financial Statistics*

こうして、1980年代半ばからの10年間は、ハイパーインフレーションによって、ブラ

ジル経済全体が機能不全に陥る異常事態となった。このハイパーインフレーションは、1994年のリアル・プランのもとで、新通貨レアルを発行し為替相場を米ドルに対して固定させるという荒療治を行ったことでようやく終息した。

10年以上にも及んだハイパーインフレーションは、経済を混乱させ、生産活動を停滞させた。例えば、乗用車生産台数を見ても、1980年代は、ほとんど横這いであり、他の時期におけるような伸びが見られない。このため、1980年代は、ブラジル経済にとって「失われた10年」だったとさえ言われている。

図表7. ブラジルにおける乗用車生産台数の推移

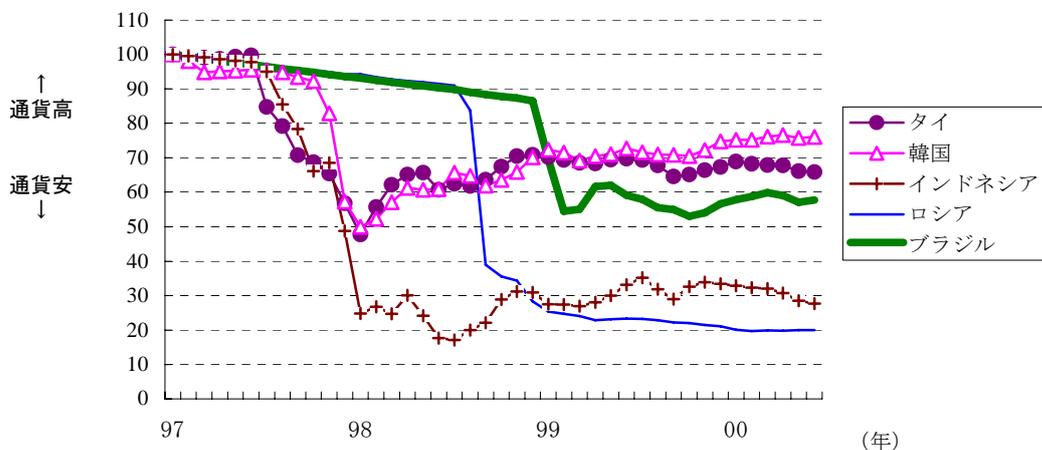


(出所) Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores, *Anuário da Indústria Automobilística Brasileira edição 2008*

(3) 通貨危機 ~ アジアとロシアの通貨危機がブラジルにも波及し通貨急落

リアル・プランによって為替・物価の安定を取り戻し、復調する兆しを見せていたブラジル経済を再び大きく失速させたのが、1999年の通貨危機である。この一連の通貨危機は、1997年のアジア（タイ、韓国、インドネシアなど）に始まり、1998年にはロシアへ、1999年にはブラジルへと波及した。

図表8. 新興市場国の通貨危機の伝播：各国通貨の対ドル為替相場の推移（1997年初=100）



(出所) Datastream

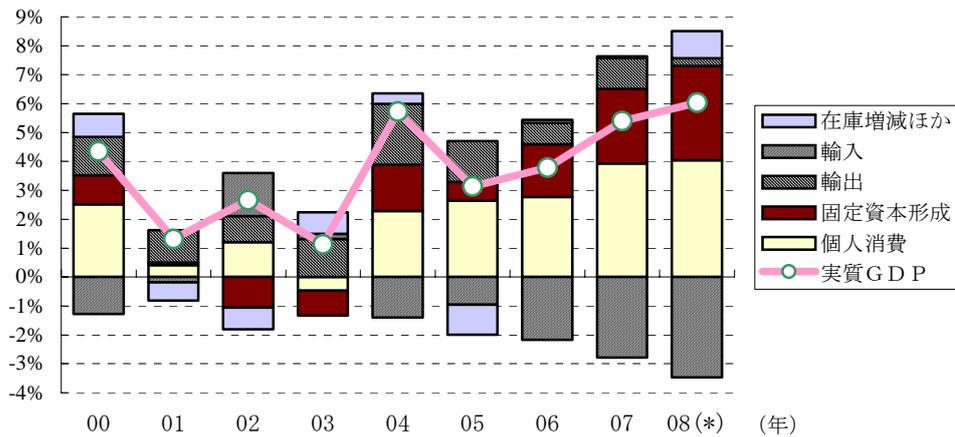
これらの通貨危機は、硬直的な為替相場を維持していた発展途上国の通貨が、為替市場で大量の投機的な売りを浴びて外貨準備が急減し変動相場制移行に追い込まれ、為替相場が暴落したものである。ブラジルでも、急激なレアル売り圧力に曝されて変動相場制移行を余儀なくされ、レアルの対ドル為替相場が1999年の年初2ヵ月間に40%も急落し、1999年の経済成長率は0%に下落した。

こうした通貨・経済の不安定さを嫌い、多数の日本企業がブラジルでの事業縮小もしくは撤退を余儀なくされた。1980年代のハイパーインフレーションと1999年の通貨危機は、その後、ブラジルを「経済の不安定なハイリスク国」として日本企業が敬遠する大きな原因になったといえる。

2. ブラジル経済の復調

ブラジル経済は、2004年以降、回復傾向が鮮明になり、2003年に1%前後だった経済成長率は、2008年上半期には6%にまで上昇した。景気回復の牽引役は個人消費を中心とする内需拡大であり、足元では投資（固定資本形成）の拡大傾向も顕著である。

図表9. ブラジルの実質GDP成長率と需要項目別寄与度

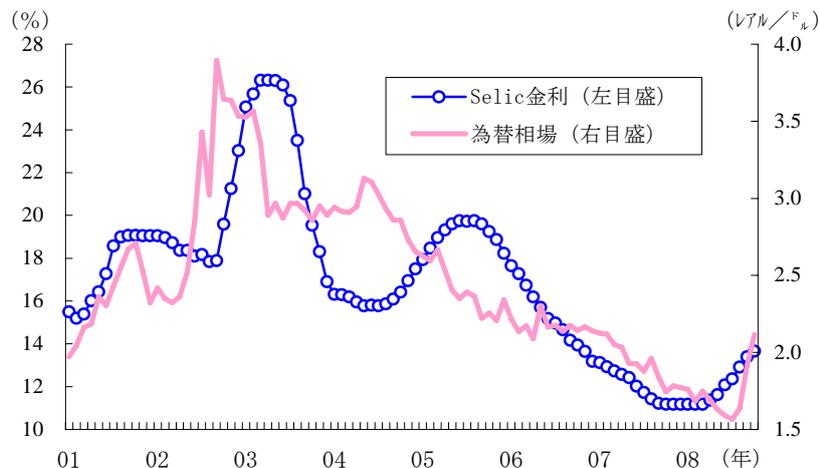


(注) 2008年については上半期実績データを表示

(出所) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística のデータをもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部作成

ブラジルの最近の景気拡大の背景として、まず、為替レート増価と金利低下という金融面の要因があげられよう。ブラジルでは、2002年に労働党のルーラ党首が大統領選挙で勝利した直後に、左派政権による経済運営への不安感から外国投資家による「ブラジル売り」が進み、レアルの為替相場が急落し、通貨防衛のための金利大幅引き上げによって景気は低迷を余儀なくされた。しかし、2003年以降、為替相場が上昇に転じ、それにともない金利が低下したため、景気は回復に向かった。

図表10. レアルの対ドル為替相場と金利 (Selic金利) の推移



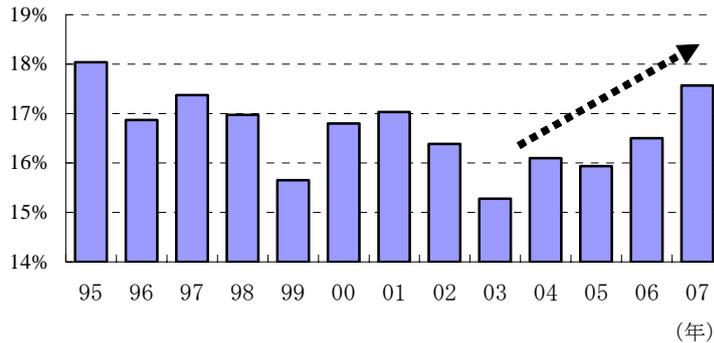
(出所) CEIC

為替相場が下落から上昇に転じた理由として、最も重要なのは、投資家のセンチメント

改善である。これは、市場の当初予想に反して、ルーラ政権が、1990年代にリアル・プランを実行したカルドーゾ前政権の政策を基本的に踏襲し、堅実な経済運営を重視する姿勢を示したため、ブラジル経済の先行きに対する市場の評価が好転したものである。

金利低下に呼応して、投資も回復した。投資率（固定資本形成/GDP）の動きを見ると、2003年をボトムに、それ以後は上昇傾向にあることがわかる。

図表11. ブラジルの投資率の推移



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

生産活動も拡大傾向が顕著である。鉱工業生産の業種別伸び率を見ると、足元で、「資本財」と「耐久消費財」の伸び率が抜きん出て高くなっていることがわかる。

資本財部門については、景気回復によって企業の設備投資意欲が旺盛になったことに加え、世界的な資源ブームを受けて、鉄鉱石や原油などの採掘活動が活発化したため、採掘機械や運搬機械などの生産が急拡大していることを反映していると見られる。また、耐久消費財部門については、自動車などの購入需要が拡大したことに呼応して高い伸びとなったと見られる。

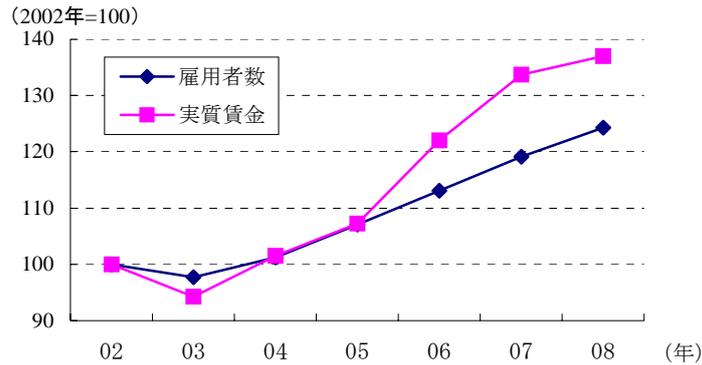
図表12. ブラジルの鉱工業生産 業種別伸び率 (%)

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
鉱工業全体	1.6	2.7	0.1	8.3	3.1	2.8	6.0	6.6
資源採掘産業	3.4	19.0	4.7	4.3	10.2	7.4	5.9	6.8
製造業	1.4	0.5	-0.2	8.5	2.7	2.6	6.0	6.5
資本財	13.5	-5.8	2.2	19.7	3.6	5.7	19.5	18.1
中間財	-0.1	4.2	1.9	7.4	1.0	2.1	4.9	5.6
消費財	1.2	1.5	-2.8	7.3	6.1	3.4	4.7	4.8
耐久消費財	-0.6	4.7	3.0	21.8	11.4	5.8	9.1	13.2
耐久消費財以外	1.6	1.1	-4.0	4.0	4.6	2.7	3.4	2.1

(出所) BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

個人消費拡大を支えているのは、雇用所得環境の改善である。例えば、ブラジルの経済活動の中心であるサンパウロ州における雇用者数と実質賃金を見ると、2004年以降、右肩上がり増加していることがわかる。

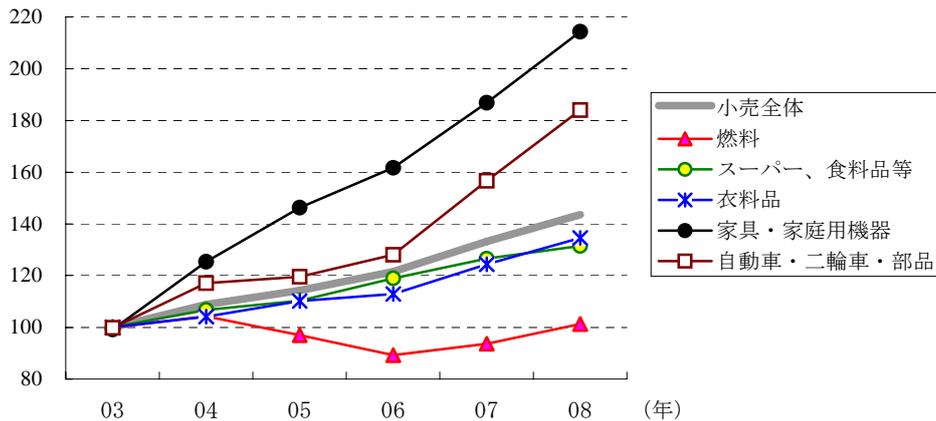
図表13. 雇用者数、実質賃金の推移（サンパウロ州）



(出所) BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

小売売上数量指数を見ると、「家具・家庭用機器」と「自動車・二輪車・部品」の伸びが際立って高くなっている。こうした耐久消費財の販売拡大は、雇用所得環境の改善と金利低下の相乗効果によるものと言ってよいであろう。

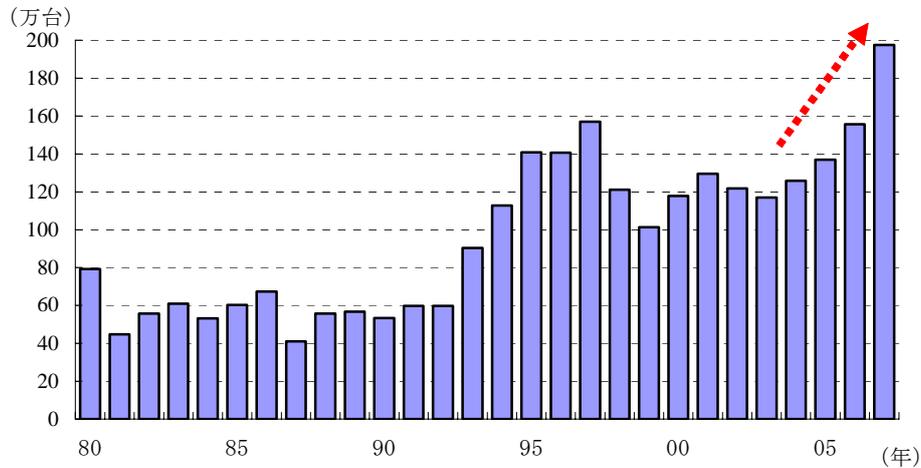
図表14. ブラジルの小売売上数量指数（2003年=100）



(出所) BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

乗用車の新車登録台数は足元で急増しており、2007年はおよそ200万台となり過去最高を記録した。

図表15. ブラジルの乗用車新車登録台数の推移

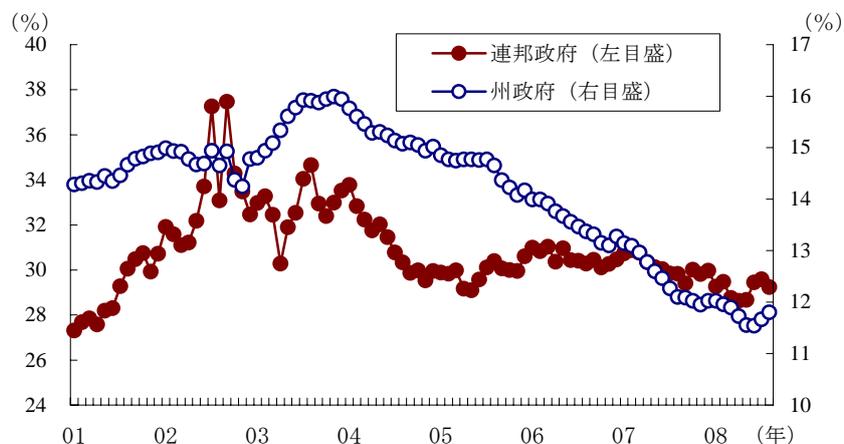


(出所) Anuário da Indústria Automobilística Brasileira edição 2008

ブラジルに対する国際的信認のカギを握るのは、財政改革の成否である。これまで、通貨暴落やハイパーインフレーションの引き金となり、ブラジル経済を低迷させてきた最大の原因が財政赤字と公的債務膨張だったからである。

近年、ブラジル政府の財政再建には進展が見られるようになった。財政収支面では、1999年以降、プライマリーバランスをGDPの3.8%以上（現在では4.5%以上）とすることをコミットしており、また、金利低下で債務利払い負担が軽減されている。今や、かつてのような放漫財政で財政収支が大赤字になり紙幣増刷でハイパーインフレが起こるといった事態の再現は考えにくい。公的部門の債務残高も、2002年頃にはGDPの50%を超えていたが、足元では、連邦政府・州政府の合計ベースで40%にまで低下している。

図表16. ブラジルの公的債務残高 (net⁺-s) の対GDP比の推移



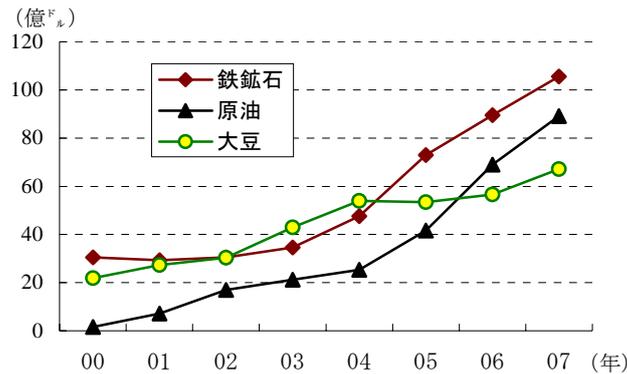
(出所) Banco Central do Brasil

3. ブラジル経済を支える資源産業

(1) 一次製品の輸出が急増

ブラジルの品目（HS4 桁コード）別の輸出額を見ると、最も多いのは鉄鉱石であり、次いで、原油、大豆の順となっており、上位3品目を一次産品が占めている。2000年から2007年にかけて、輸出額は、鉄鉱石・大豆が3倍、原油は60倍に増加している。

図表17. ブラジルの一次産品輸出 上位品目の輸出額推移

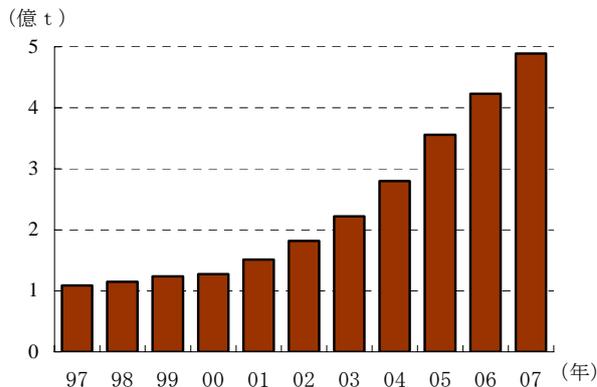


(出所) World Trade Atlas

(2) 鉄鉱石輸出は対中輸出急増を牽引役に急拡大

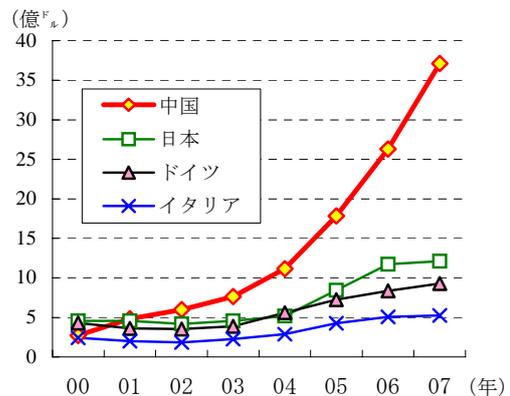
最大の輸出品目である鉄鉱石の増加は、中国向け輸出の急増によるところが大きい。中国の粗鋼生産量は、1997年から2007年までの10年間で約5倍に増加している。これを受けて、ブラジルの鉄鉱石国別輸出額は、2000年頃までは日独向けが最も多かったが、それ以降は中国向け輸出が急激に増え、2000年から2007年までの7年間で対中輸出は実に14倍にも拡大し、日独両国向けをはるかに上回る規模になった。

図表18. 急激に増加する中国の粗鋼生産量



(出所) IISI

図表19. ブラジルの鉄鉱石輸出額（上位4カ国）

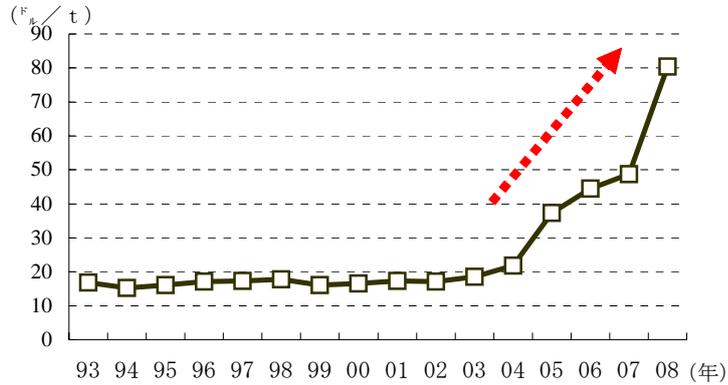


(出所) World Trade Atlas

中国の鉄鋼生産急増などによって鉄鉱石需給は世界的に逼迫し、鉄鉱石価格は2005年以降急上昇してきた。ブラジルの鉄鉱石輸出をほぼ独占しているVale社の標準販売価格を

見ても、2003年から2008年にかけて4倍に急騰している。

図表20. 鉄鉱石標準販売価格（Vale社）



(出所) Vale社公表のReference Priceより三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部算出

ブラジルの鉄鉱石の特徴は、品質の良さである。特に、カラジャスの鉄鉱石は、世界でも最高クラスの品質とされている。まず鉄分が多く、Fe含有率は67%と、豪州産、インド産の鉄鉱石よりも高い。(中国の鉄鉱石はFe含有量が30%しかない貧鉄である。)

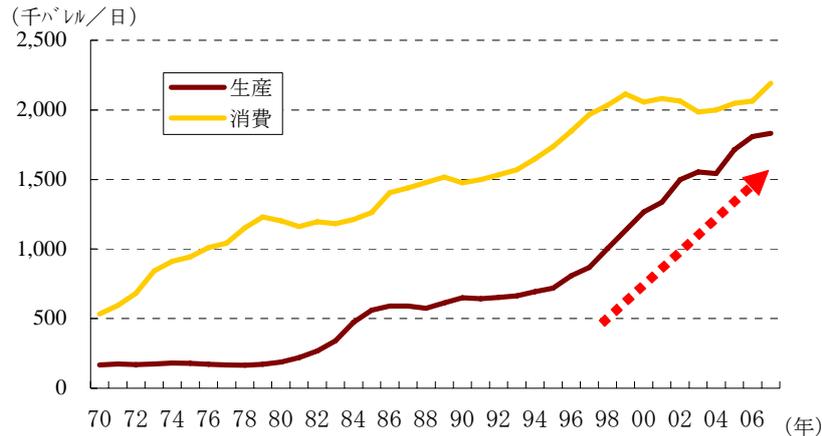
さらに、ブラジル産鉄鉱石の品質上の大きな長所として、燐の含有量が低いこともあげられる。燐は鋼材の品質に悪影響を与えるため製鋼段階で除去する必要があるが、燐の除去は技術的に難しく脱燐処理コストが高い。したがって、できるだけ燐の少ない鉄鉱石が望ましいのである。

こうしたことから、世界の鉄鋼業界にとって、ブラジルの高品位鉄鉱石は非常に魅力的であるといえるだろう。

(3) 原油生産の拡大 ～ 海底油田開発で大産油国になる可能性があるブラジル

あまり知られていないが、ブラジルは、中南米ではメキシコ、ベネズエラに次ぐ第3位の産油国であり、しかも、近年、生産量が急速に増加している。もともとブラジルの原油産出量は小規模であったが、ブラジルの大西洋沖で海底油田が発見されて以降、原油生産量が急増した。ブラジルの原油産出量は足元で国内原油消費量に近い水準まで増加しつつあり、数字の上では、原油の国内自給が可能¹なレベルに近づきつつある。

図表21. ブラジルの原油生産量と消費量の推移



(出所) BP Statistical review of World Energy 2008 (www.bp.com/statisticalreview)

ブラジルの原油生産は、2割が陸上油田、8割が海底油田からの採掘である。海底油田の深さは、水深数十mから深いところでは2000mにも及ぶ。

最近、ブラジル大西洋沖の海底岩塩層の下（サブソルト層）に巨大な原油・天然ガスが発見された。埋蔵されているのは軽質油で50～80億バレルと推定²されている。この埋蔵量が確定した場合、ブラジルの原油埋蔵量は現在の126億バレルから最大で200億バレルに増加し、そうになるとOPEC加盟も視野に入ってくる可能性があると考えられる。

¹ ただし、ブラジルで現在産出される原油は重質油であり、軽質油に比べてガソリン等への精製処理に手間がかかる。このため、ブラジル産原油は全量国内消費ではなく、主にオランダなどの欧州諸国へ輸出されており、国内消費用の原油は、ナイジェリア、アルジェリアなどからの輸入が多い。

² 海洋油田を一本掘削するコストは通常6000万ドル程度とされているが、ブラジル大西洋沖のサブソルト層油田の場合は、水深2000mの海底からさらに岩盤を5000mも掘らねばならないので、採掘コストが2億6千万ドルにも達すると推定されている。このような巨額の費用がかかることから、原油価格が70ドル/バレル以上でなければ採算が取れないとする見方もあり、原油価格が大幅に下落している中でサブソルト層油田の事業化が可能かどうかを危惧する声も聞かれる。

(4) 石油代替燃料として注目されるエタノール

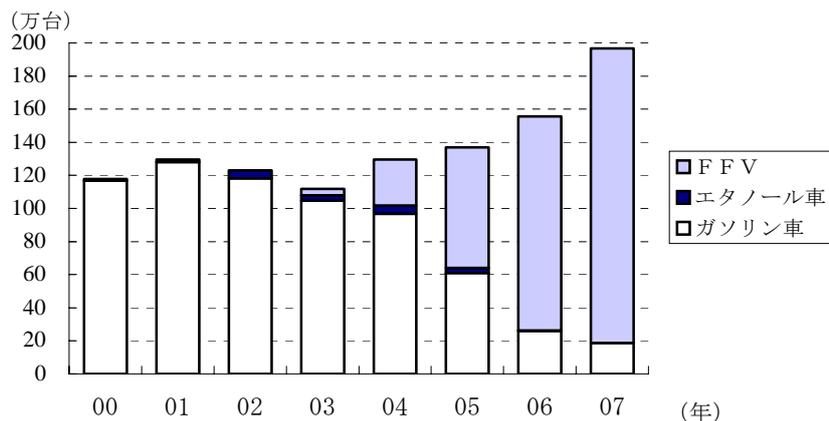
ブラジルの資源ビジネスで最近脚光を浴びているのが、自動車燃料のエタノールである。これは、砂糖きびを原料に製造されるバイオ燃料であり、近年の原油価格高騰のなかで有望な石油代替燃料として注目されている。エタノールは、やがて枯渇する石油とは違って、植物を原料とするため、繰り返し得ることが可能である。また、大気中のCO₂を増加させないカーボンニュートラル³（炭素中立）という特徴も併せ持っている。

エタノールの原料となる砂糖きびの生産は、近年、年率10%以上の高い伸びで増加しており、2000年から2007年までの7年間で、収穫面積は1.5倍、生産量は2倍に増えている。砂糖きびの作付面積は、作付け可能面積（既存農地+未開墾地）の1.8%程度にすぎないため、今後、放牧地や他の作物などからの転換により生産量が大幅に拡大する余地があると見られている。

砂糖きびから製造されるエタノールの生産量は、2000年から2007年までの7年間で2倍以上に増えている。エタノール生産量の75%が国内で消費され、25%が、米国、EU、日本などへ輸出されている。砂糖きびを原料とするブラジルのエタノールは、欧米諸国で生産されるエタノールよりも製造コストが安い。現在、ブラジル国内のエタノールのほとんどが自動車燃料に利用されているが、プラスチックの原料としても利用すべく技術開発が進められている。

ブラジルでは、ガソリンへのエタノール混合義務があり、市販ガソリンには20~25%のエタノールが混合されている。このため、ブラジルの乗用車は、エタノールでもガソリンでも走行可能なフレックス車（FFV：Flexible Fuel Vehicle）が大半を占める。

図表22. ブラジルの乗用車新車登録台数（燃料タイプ別）



(注) FFV = Flexible Fuel Vehicle（エタノール、ガソリン双方を燃料として使用可能な車）
 (出所) ANFAVEA, *Anuário da Indústria Automotivística Brasileira edição 2008*

³ カーボンニュートラルとは、（エタノールも燃やせばCO₂を排出する点は石油と同様であるが）、原料となる植物が生育時の光合成の過程でCO₂を吸収しているため、燃焼によって大気中にCO₂が放出されても大気中のCO₂全体の量は変わらないという意味である。

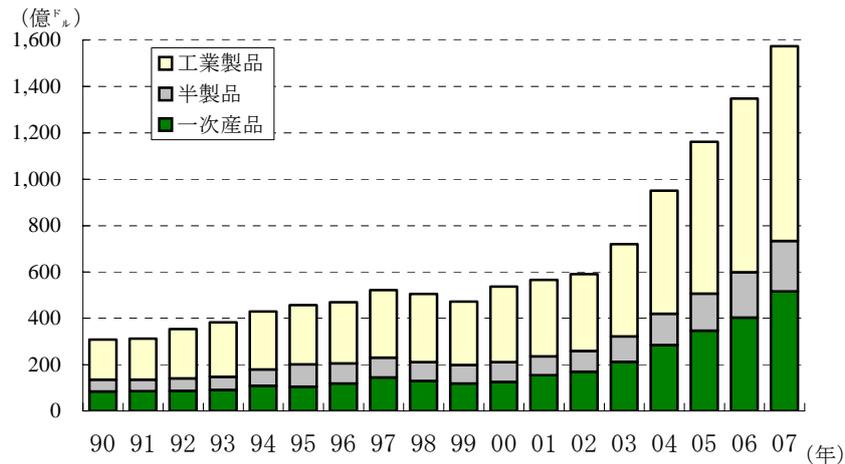
ただし、エタノールのリッター当り走行距離は、ガソリンの7割程度であるため、価格がガソリンの7割以下でなければコストメリットはなくなる。エタノールの価格は、(輸送コストがかかるため) エタノール製造工場からの距離に比例して高くなる。このため、エタノール工場が多く立地するサンパウロの周辺では、エタノール価格はガソリンの半分程度であるが、サンパウロから内陸へ1000km離れたブラジルでは、エタノール価格は、ガソリンの7割というコストメリット上の分岐点を上回ってしまう。

こうした問題はあるものの、環境にやさしいバイオ燃料であるエタノールは、今後の砂糖きび生産拡大の余地が大きいこともあって、利用拡大が予想される。これは、原油という単一のコモディティーに経済活動が影響される度合いが諸外国よりも低いという点で、ブラジルの大きな強みであるといえよう。

4. 工業にも強みを持つブラジル ～ 一次産品より工業製品の輸出が多いブラジル

前述のように、ブラジルの輸出品目の上位に並ぶのは、鉄鉱石、原油、大豆といった一次産品である。しかし、ブラジルは単なる一次産品供給国ではない。2007年のデータによると、輸出全体に占める一次産品の比率は3割であるのに対し、工業製品の占める比率は5割にも達している。

図表23. ブラジルの輸出品目構成

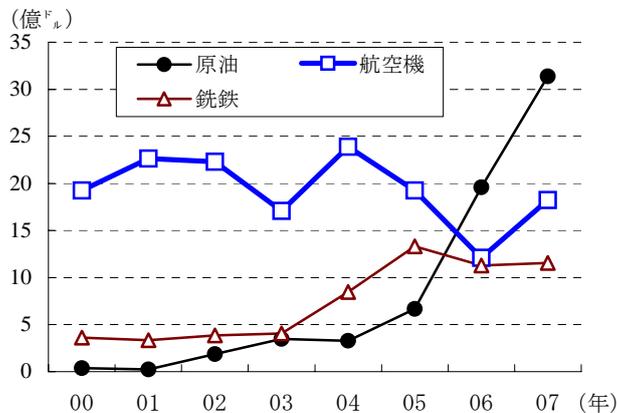


(出所) CEIC

ブラジルの工業製品の品目別輸出額 (HS4 桁コードベース) を見ると、トップは航空機である。発展途上国の工業製品輸出でハイテク製品の代表格である航空機がトップという事例は非常に珍しいと言える。実は、ブラジルには、百人乗り以下の中型航空機の世界市場をカナダのボンバルディア社と二分する有力航空機メーカーのエンブラエル社がある。

エンブラエル社の航空機は競争力があり、例えば、ブラジルの対米輸出の上位品目を見ると、最近でこそ原油が最大となっているものの、2005年までは航空機がトップであった。

図表24. ブラジルの対米輸出上位4品目の推移



(出所) World Trade Atlas

世界の小型旅客機の市場は、かつて、カナダのボンバルディア社がほぼ独占していたが、現在は、エンブラエル社が市場を席卷しつつある。米国では、シカゴなどの大型ハブ空港と地方小都市の空港を結ぶ路線にエンブラエル社製小型ジェット機の導入が急速に進んでいる。エンブラエル社の航空機は日本でも導入・運航されることになっており、2008年10月には、同社のエンブラエル170型機（76人乗り）が日本航空に引き渡された。

工業製品の輸出品目の中で、航空機に次いで多いのが自動車である。あまり知られていないが、ブラジルの自動車生産台数は約300万台（2007年）と、日本、米国、中国、ドイツ、韓国、フランスに次ぐ世界第7位の自動車生産大国なのである。ブラジルの自動車の主要輸出先（2007年）は、隣国アルゼンチン向け（約32万台）が最も多く、次いで、メキシコ（約13万台）、ベネズエラ（約7万台）となっている。

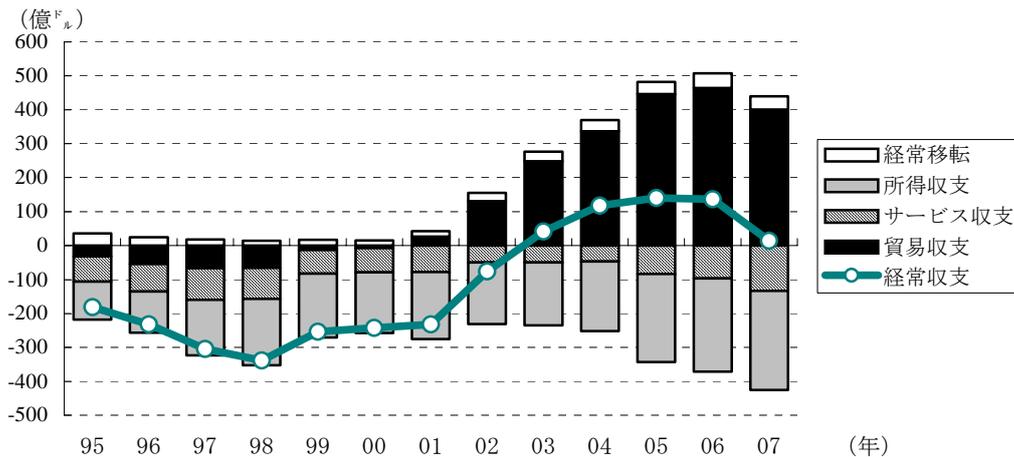
5. 対外部門 ～ 経常収支・資本収支は黒字だが、対外債務負担は依然として重い

(1) 経常収支黒字化

一次産品の輸出が大きく拡大していることを受け、ブラジルの貿易収支は大幅な黒字となっている。これを受けて、赤字続きであった経常収支は、2003年以降、黒字化している。

経常収支黒字化は、ブラジル経済への信認を高め、2003年以降のレアル高につながった。これは、金利、物価などの経済ファンダメンタルズの安定に大きく寄与したといえる。

図表25. ブラジルの経常収支（および主な収支項目）の推移

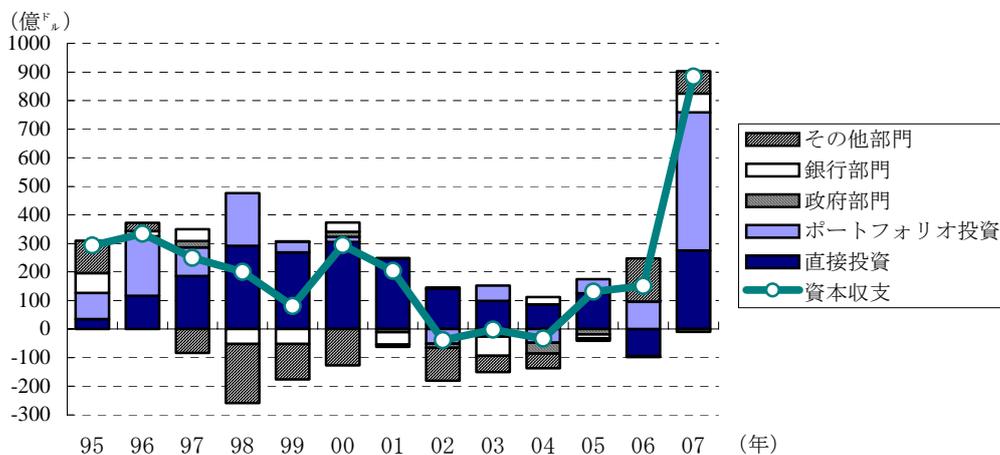


(出所) IMF, International Financial Statistics

(2) 黒字幅が急拡大した資本収支

資本収支についても、足元で黒字幅が急拡大している。1990年代半ばには、国有企業民営化などにより外国から多額の投資資金が流入し資本収支は黒字であったが、ルーラ大統領が選挙に当選した2002年には、左翼政権誕生を嫌気した投資資金の流出傾向も見られた。しかし、大手格付け会社による格上げなどもあってブラジルに対する外国投資家の信認は回復し、2007年には海外からの資本流入が急拡大した。

図表26. ブラジルの資本収支（および主な収支項目）の推移



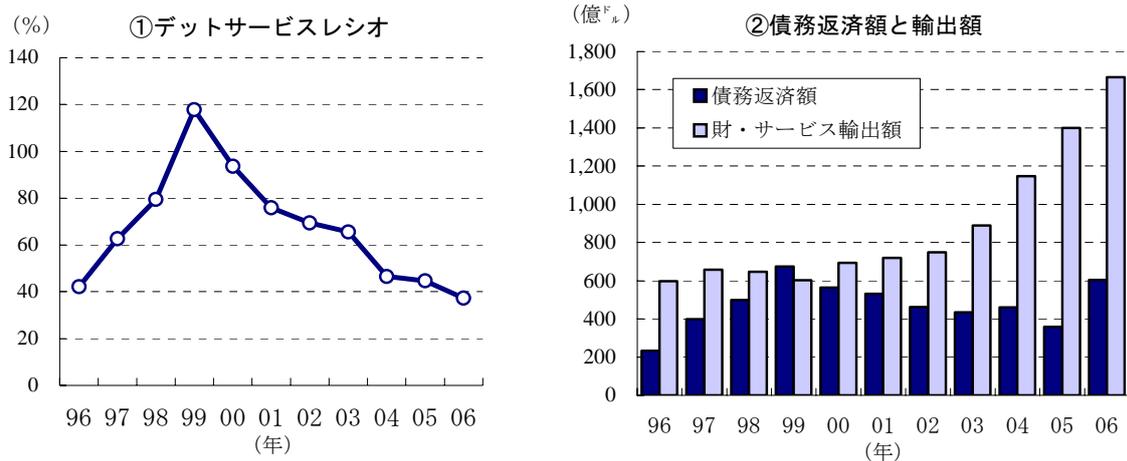
(出所) IMF, International Financial Statistics

2007年にポートフォリオ投資流入が増えたのは、コモディティ価格の動きと相関性が高いブラジル株価の上昇に注目した外国投資家が盛んに買いを入れたことや、株式市場でIPOが増加し、その60～70%を外人投資家が買ったことによる影響が大きい。また、2007年に外国投資家の債券投資収益への課税が廃止されたことも資金流入を拡大させた。さらに、内外金利差が15%にも及んだため資本流入が拡大した。こうしたことから、2007年の資本収支は880億ドルもの大幅黒字になった。

(3) 対外債務返済負担

ブラジル経済の大きな問題は、対外債務負担の重さである。対外債務返済負担の重さを示す指標であるデットサービスレシオ(DSR: 対外債務返済額/財・サービス輸出額)の推移を見ると、通貨危機の発生した1999年に急上昇し、その後低下しているが、足元で40%前後と、依然として警戒ライン(30～40%)を上回る水準が続いている。DSRが低下したのは、輸出が急拡大したためであり、今後、一次産品価格下落などにより輸出が減少すれば、DSRは再び上昇することが懸念される。

図表27. ブラジルの対外債務返済負担

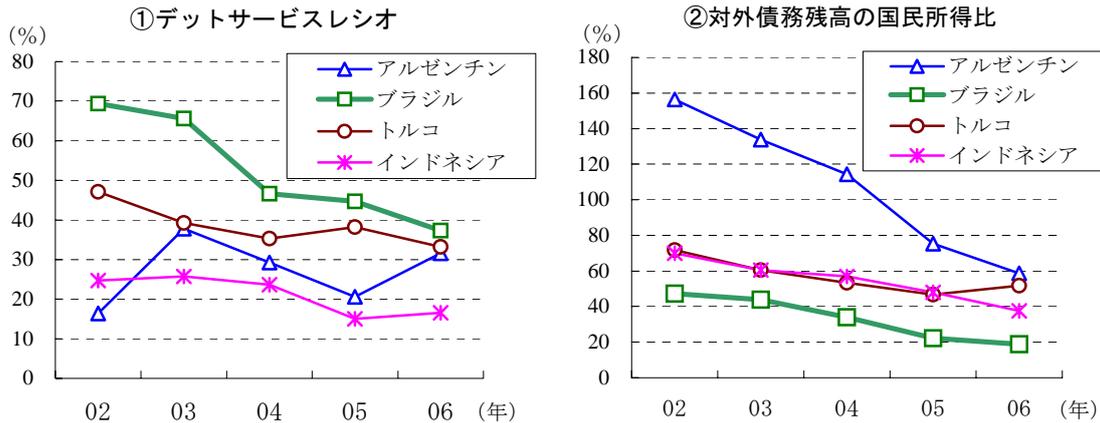


(出所) Global Development Finance各年版

DSRの上昇は、債務返済のための外貨調達逼迫を意味し、返済のため新たに外貨を借り入れるか輸入を抑制する(もしくはその両方を実施する)といった対応を迫られることになる。その意味で、DSRが他の主要新興経済国に比べて高いブラジルは、輸出環境悪化などが引き金となって対外債務返済のための外貨繰り逼迫に直面するリスクが高いといえる。

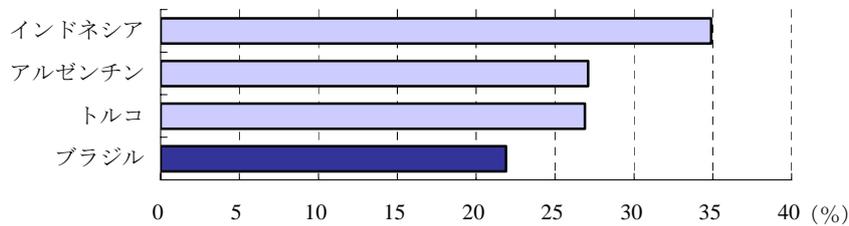
ブラジルは、対外債務残高の国民所得比が他の新興経済国より低いにもかかわらず、D S Rが高い。その主な理由は、借入条件が不利であるためと考えられる。債務の借入条件が有利かどうかを示す指標として、 Grant Element⁴があるが、ブラジルの Grant Elementは他の国々よりも低くなっている。これは、ブラジルが、ODAなどの公的資金でなく、民間資金を多く借り入れていることなどが反映されたものと見られる。

図表28. 新興市場国の対外債務返済負担指標の推移



(出所) Global Development Finance 2008

図表29. 新興市場国の Grant Element (2006年)



(出所) Global Development Finance 2008

⁴ Grant Element (GE)の計算式は、下記の通り。

$$GE = 100 \times [1 - (r/a)/d] \times [1 - \{ (1/(1+d)^{aG} - 1/(1+d)^{aM}) / d (aM - aG) \}]$$

ただし、r=借入利率、a=年間支払い回数、d=市場金利、G=据置期間、M=償還期間

借入条件が有利なほど、GEは高くなる。例えば、利率が低いほど、償還期間が長いほど、GEは高くなる。市場と同じ条件での資金借入れを行えばGEは0であり、資金贈与を受ければ、GEは100である。

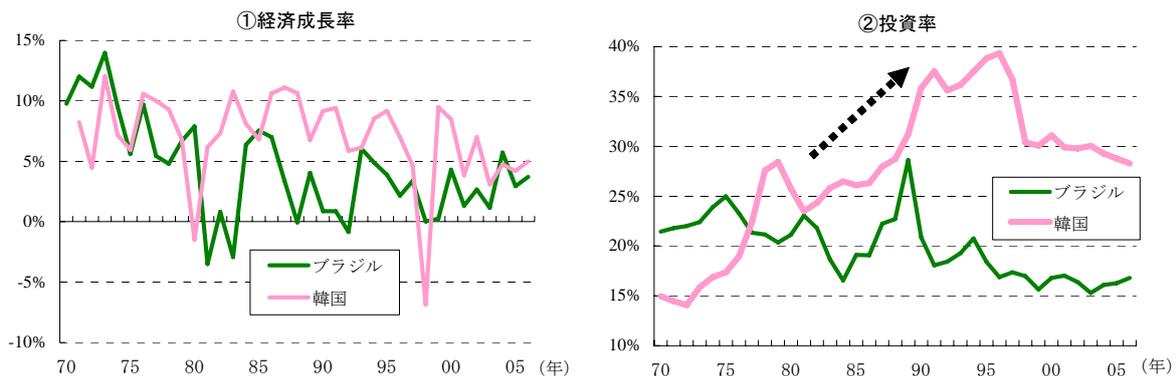
6. ブラジルの経済成長率が他の主要新興国より低いのはなぜか？

(1) 既に終わった高度成長期 ～ 中国のような高成長は30年前に経験済み

ブラジルは、BRICsの中では最も経済成長率が低いが、それは、なぜなのか？大きな理由は、ブラジルと他のBRICs諸国では、発展段階が異なるためである。ブラジルの高度経済成長期は1960年代後半から1970年代前半にかけてであり、その時期は、(近年の中国と同じ)10%超の経済成長率を続けていたのである。

それ以降のブラジル経済の伸びが停滞した理由は、対外債務危機やハイパーインフレーションなどのため、国内投資が低迷したことによるものである。1970年代に「中進国」として注目された韓国とブラジルの2カ国について経済成長率・投資率を比較してみると、1970年代後半以降、韓国の方が投資率も経済成長率も高いことがわかる。つまり、韓国は、投資拡大によって高成長を続けてきたのに、ブラジルは、それができなかったのである。このため、一人当たり名目GDPは、1970年にはブラジルが韓国を上回っていたが、2006年には、逆に、韓国がブラジルの3倍と逆転した。

図表30. ブラジルと韓国の比較：経済成長率および投資率の推移（1970～2005年）

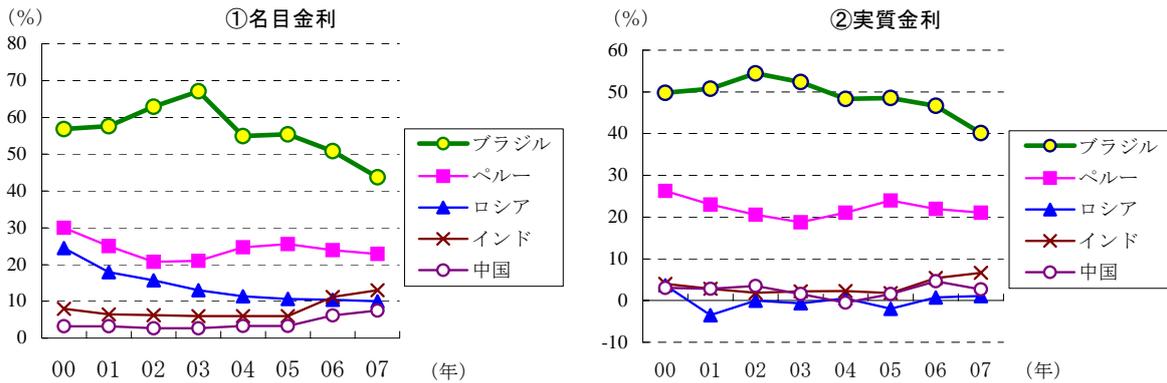


(出所) IMF, International Financial Statistics

(2) 経済活動を阻害する高金利

ブラジルの経済成長率が低いもうひとつの理由は、高金利にあると考えられる。名目金利も実質金利も、ブラジルは、他のBRICs諸国を大幅に上回っている。これは、ブラジル政府の財政収支が赤字体質であったこと、また、インフレに対する警戒感が強いといったことが背景にある。ブラジルの政策金利であるSelic金利は、足元で14%近い高水準であり、世界にあまり類を見ないような高金利国であるといえる。このような高金利が消費と投資を抑制してしまうのは明らかであろう。

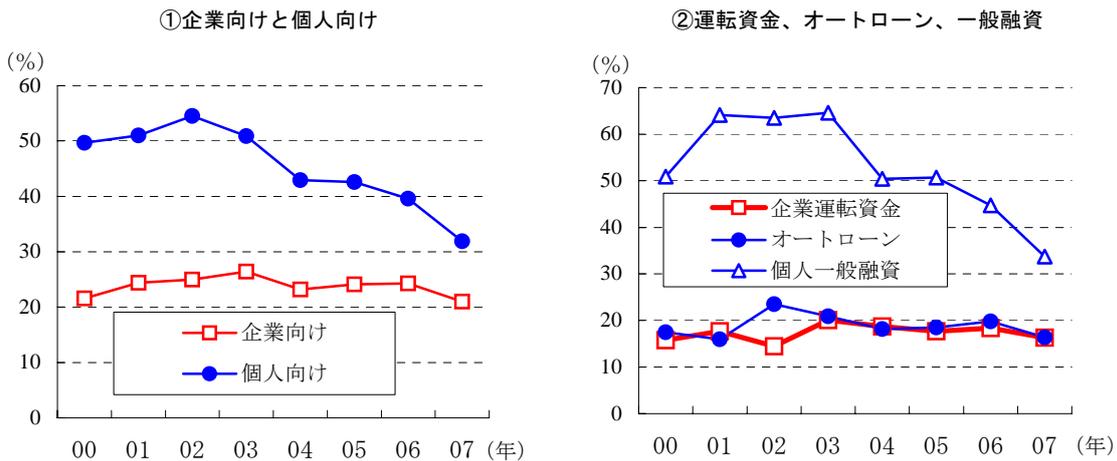
図表31. 各国の金利の比較



(注) 実質金利は、International Financial Statisticsに掲載の各国LendingRateからCPI上昇率を差し引いたもの
 (出所) IMF, International Financial Statistics

ブラジルの金利のなかでも、特に、個人向け一般融資の金利が非常に高い。他方、個人向けオートローンについては、企業向け貸出とそれほど金利は変わらない。

図表32. 貸出しスプレッドの推移

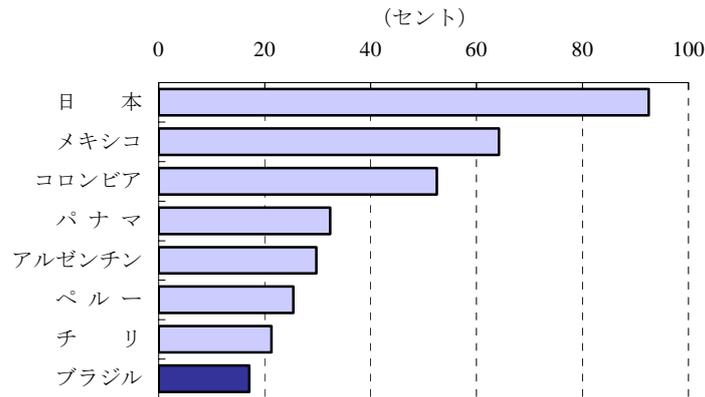


(出所) Banco Central do Brasil

個人向け一般融資の金利が高いのは、ブラジルの司法制度における債権者保護が不十分なことが一因と考えられている。例えば、世銀の調査によると、ブラジルにおける倒産企業からの債権回収率は中南米主要国の中で最も低くなっている。このため、自動車やオートバイを担保とするローン⁵以外の個人向け貸出はリスクが高いと見做され金利が著しく高くなり、これが、消費拡大の制約要因となってしまうのである。

⁵ ブラジルではローンを完済するまで自動車やオートバイの所有権は貸出側にあるため、貸出側にとって貸し倒れリスクが小さい。

図表33. 倒産企業からの債権回収率（1ドルの債権を何セント回収できるか）



(出所) World Bank, *Doing Business 2009 Latin America*

こうしたことを受けて、当局は、貸し倒れリスクの低い低金利のローンを普及拡大させる観点から、2003～2005年にかけて、公務員や年金受給者を主な対象とする新しい貸出制度を創設した。これは、融資返済額を給与や年金から天引きする融資制度であり、貸し倒れリスクが低いため金利も低い。この融資制度が急速に普及したことが、最近のブラジルにおける個人消費を押し上げた一因と見られている。

7. 投資先としてのブラジルのメリットと課題

(1) ブラジルのメリット ～ 国内市場の成長性

最近、日本企業は、有望事業展開先としてブラジルを見直しつつある。既に述べたように、JBIC アンケート調査結果を見ても、日本企業のブラジルに対する評価が再び高まっていることが確認できる。

日本企業がブラジルを有望視する最大の理由は、国内市場の成長性にあるといえる。JBIC アンケートで、当該国市場の成長性を有望理由にあげた企業の比率は、BRICs の中ではブラジルが最も高い。他方、労働力、原材料といった生産要素やインフラに関する評価は、それほど高くなく、中国のようなグローバル市場向け輸出拠点としてブラジルを捉えている企業は少ないことがわかる。

図表34. 日本の製造業が中期的有望事業展開先と考える理由

項 目		ブラジル	中 国	ロシア	インド
生産面	優秀な人材	4.4	13.9	1.6	(25.3)
	安価な労働力	25.8	(44.9)	5.4	38.7
	安価な部材・原材料	5.5	(16.3)	2.3	7.1
	組立メーカーへの供給拠点	23.1	(24.8)	17.1	22.7
	産業集積がある	2.2	(15.6)	1.6	5.2
	他国のリスク分散の受け皿	1.1	1.7	2.3	(7.8)
	対日輸出拠点	1.1	(11.9)	-	1.1
	第三国輸出拠点	9.9	(15.0)	3.9	7.4
	原材料調達に有利	(7.7)	6.8	6.2	2.2
販売面	現在の現地市場規模	17.6	(37.1)	20.9	16.4
	今後の現地市場の成長性	(89.0)	77.6	86.8	84.4
	現地市場の収益性	5.5	8.8	(11.6)	7.4
	現地向け商品開発拠点	-	(3.4)	-	1.9
インフラ等	インフラが整備されている	1.1	(8.2)	3.1	1.1
	物流サービスが発達	-	(4.1)	0.8	0.7
	投資にかかる優遇税制	5.5	(6.5)	2.3	1.5
	外資誘致政策が安定	(3.3)	1.4	-	3.0
	政治・社会情勢が安定	4.4	2.0	2.3	(5.6)

(注1) 数字は回答した企業数の比率 (%)

(注2) 太字の数字は当該国で最も回答率が高い項目。○で囲んだ数字は、当該項目の回答率を4カ国で比較したなかで最も高いもの。

(出所) 日本政策金融公庫 国際協力銀行「2008年度海外直接投資アンケート調査結果」

(2) ブラジルの課題 ～ 脆弱な財政金融部門とブラジルコスト

事業展開先としてのブラジルの課題は何か？次頁の JBIC アンケート調査結果からは、ブラジルが他の BRICs と比べて特に深刻な問題があるようには見えない。ただ、「通貨・物価が不安定」とする回答率が他国に比べて高いのが目立つ。

また、次頁の表からは読み取れないブラジル固有の課題として、いわゆる「ブラジルコスト」とよばれる問題がある。これは、他国と比べて高い諸税率や、法制度が労働者寄りのため企業負担が過重、といった諸問題を指しており、進出日系企業は、こうした諸問題がブラジル経済の高コスト体質をもたらす国際競争力を弱めているとして改善を望んでいる。しかし、こうした問題の解決をブラジル側に要求するということは、ブラジルの内政

問題に踏み込むことを意味するので、これらが早急に改善されると期待するのは実際には難しいであろう。

図表35. 中期的有望事業展開先での課題

項目		ブラジル	中国	ロシア	インド
法 制 度	法制が未整備	10.2	(21.8)	20.0	14.0
	法制の運用が不透明	18.2	(58.2)	40.0	26.5
	徴税システムが複雑	13.6	14.7	8.3	(17.1)
	税制の運用が不透明	4.5	(31.9)	15.0	19.5
	課税強化	4.5	(29.8)	5.0	6.2
	外資規制	3.4	(27.0)	13.3	8.9
	投資許認可手続煩雑・不透明	6.8	(24.2)	22.5	13.6
	知的財産権の保護が不十分	2.3	(50.2)	9.2	7.0
	為替規制・送金規制	6.8	(32.3)	10.8	6.6
	輸入規制・通関手続き	15.9	(21.8)	15.0	10.9
労 務	技術系の人材確保難	9.1	(17.5)	12.5	12.1
	管理職クラスの人材確保難	15.9	(26.3)	14.2	16.7
	労働コスト上昇	14.8	(63.9)	18.3	21.0
	労務問題	4.5	(22.5)	6.7	19.5
販 売	他社との競争が激しい	31.8	(45.6)	21.7	24.5
	代金回収が困難	6.8	(32.3)	8.3	8.6
イ ン フ ラ 等	資金調達が困難	4.5	(11.2)	10.0	4.3
	地場裾野産業未発達	10.2	6.3	10.0	(16.0)
	通貨・物価が不安定	(12.5)	4.9	11.7	2.7
	インフラが未整備	19.3	26.0	23.3	(52.1)
	治安・社会情勢が不安定	18.2	18.9	(26.7)	17.5
	投資先国の情報不足	25.0	3.0	(32.5)	24.5

(注1) 数字は回答した企業数の比率 (%)

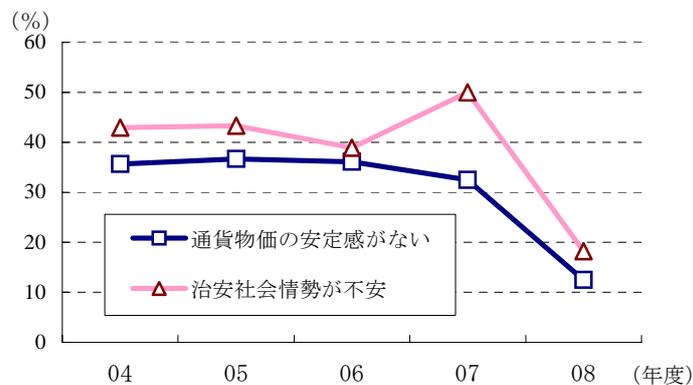
(注2) シャドー表示された太字の数字は当該国で最も回答率が高い項目。

○で囲んだ数字は、当該項目の回答率が4カ国中で最も高いもの。

(出所) 日本政策金融公庫 国際協力銀行「2008年度海外直接投資アンケート調査結果」

以前の日本企業は、ブラジルに対して、通貨が不安定であり治安が悪いというマイナスのイメージを抱くことが多かった。しかし、JBIC アンケート調査結果を見ると、そうした意識は最近薄れていることがうかがえる。例えば、「通貨・物価の安定感がない」あるいは「治安社会情勢が不安」といった項目を選択する回答率は最近減少しており、これは、日本企業のブラジルに対するセンチメントが改善していることを示すものと言える。

図表36. 日本企業のブラジルに対するセンチメントの改善



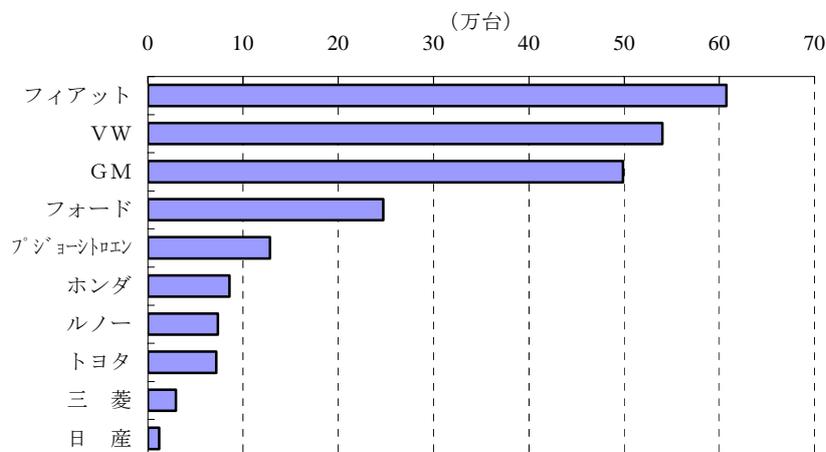
(出所) 国際協力銀行「海外直接投資アンケート結果」各年版

(3) ブラジル市場で欧米企業に遅れをとる日本企業

日本企業のブラジル市場への関心は最近再び高まっているが、今のところ、日本企業は、ブラジル国内市場への進出においては、欧米系企業に遅れをとっている。例えば、ブラジルの自動車販売台数を見ても、上位企業は、フィアット、VW、GMといった欧米メーカーであり、日本のメーカーはそれを遥かに下回る水準である。

欧米企業は 1940 年代からブラジルに進出し、ディーラー網などの事業基盤を整えている。これに対して、日本企業は、進出が遅れたことに加え、通貨危機などでブラジルでのビジネスを縮小ないしブラジルからの撤退を実施したこともあり、欧米企業に大きく水をあけられてしまったのである。

図表37. 主要メーカーの自動車販売台数 (2007年)



(出所) Anuário da Indústria Automobilística Brasileira edição 2008

8. ブラジル経済の今後の展望

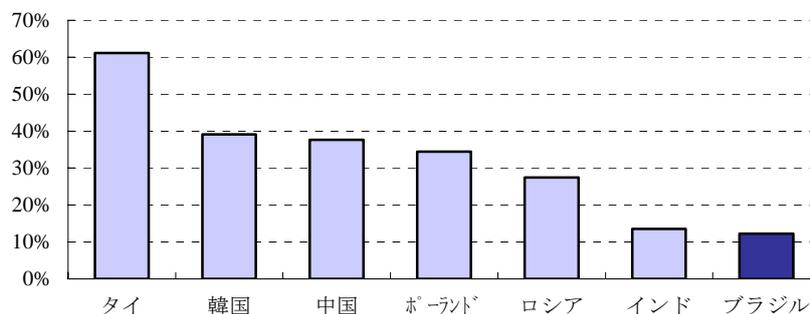
(1) リーマンショックのブラジル経済への影響は？

2008年9月の「リーマンショック」以降、海外投資家の資金がブラジルから逃避し、足元で、株安、レアル安となっている。株価指数（BOVESPA 指数）は、2008年5月に史上最高値を付けたが、その後僅か5ヵ月で6割も下落した。世界各国と同様、ブラジルでも金融市場の収縮が起これ、その影響で自動車販売台数が急減するなど、個人消費にブレーキがかかっている。2009年も海外からの資本流入回復は難しそうである。ただ、ブラジルの銀行は欧米銀行のように多額のハイリスクなデリバティブ金融商品を保有しておらず、リスクエクスポージャーが小さい。また、ブラジルの貸出市場では米国のサブプライムローンのようなハイリスクの融資が過剰に供与されることもなかった。

また、ブラジルは、家計の証券保有額が少ないため、株価急落による逆資産効果が個人消費に与えるマイナス影響も、米国に比べれば遥かに小さい。

さらに、ブラジルの輸出依存度は、他の新興経済国に比べて低く、世界景気後退による輸出不振に陥ったとしても、それが経済全体に与える影響は相対的に小さいと考えられる。

図表38. 新興経済国の輸出依存度（輸出／GDP）



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

こうしたことを考慮すると、ブラジル経済の置かれた状況は、景気後退の長期化も予想される米国やEUほど厳しくはないと言えそうだ。2008年12月にブラジル中銀がまとめた市場関係者による予測平均値を見ても、2009年の経済成長率予想は2.5%となっており、今後の景気は大きく鈍化するものの景気後退までは至らないとの見方が主流であることがうかがえる。

ただ、実体経済・金融が欧米ほど危機的状況ではないとは言うものの、世界経済の回復が遅れ輸出の低迷が長期化した場合、対外債務返済負担の重いブラジルから投資資金の流出が加速する懸念があることは否めない。

(2) ハイパーインフレ、債務危機の再発可能性はあるのか？

ハイパーインフレや債務危機が発生した1980年代と現在では、ブラジル経済を取り巻

く環境が違っており、かつてのような極端な経済混乱が発生する可能性は低いであろう。1980年代は、原油独歩高、高金利、ドル高という、非産油重債務国にとって厳しい国際経済環境であった。また、当時のブラジルの経済運営はポピュリズム的政策で財政支出拡大と財政赤字が深刻化していた。これに対して、現在の国際経済環境は、原油価格は下落し、低金利、ドル安である。また、ブラジル政府の政策も、市場機能と財政健全化を重視し、さらに物価安定に対して政府が強くコミット（インフレターゲット制を実施）している。これらのことから、ブラジルの対外債務残高および公的債務残高がいまだに高水準であるとはいえ、かつてのような債務危機やハイパーインフレーションといった異常事態が再現されるとは考えにくい。

（3）中長期的に見てブラジル経済の強みは何か？

B R I C s 諸国の貿易構造を見ると、中国は工業製品輸出大国だが多くの一次産品を輸入に頼らざるをえないという弱点がある。また、インドは工業製品の競争力がなく資源の多くを輸入に頼り貿易赤字国である。さらに、ロシアは輸出の6割が資源エネルギーという典型的な一次産品輸出国であり、工業製品の輸出競争力はない。これらの国々と比較すると、エネルギー、金属資源、農産物などの一次産品が豊富な上、工業製品の競争力もあるブラジル経済に優位性があることは明白であろう。これは、米国型の経済構造であるとも言える。中長期的には、ブラジルは、「第二の米国」ともいうべき大国として世界経済の中で存在感を高めてゆく可能性が大きいであろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。