

特集 国際金融危機とラテンアメリカ ブラジル 楽観の理由

著者	浜口 伸明
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) http://www.ide.go.jp
雑誌名	ラテンアメリカレポート
巻	26
号	1
ページ	3-11
発行年	2009-05-20
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	http://hdl.handle.net/2344/00005978

ブラジル

楽観の理由

浜口 伸明

はじめに

近年で、ブラジルが危機と呼べる経済状況に陥ったのは、現職のルーラ大統領が選挙に勝利する見込みが強まった2002年のことだ。経済成長優先で飢えのない社会の実現を訴えるルーラ政権の誕生によってそれまでの保守的な経済安定重視路線が放棄されることを恐れた外国資金が逃避し、通貨レアルは50%以上も減価した。そのように不安な状況の中であったが、ルーラ大統領が「希望が恐怖に打ち勝った。ブラジル社会の勝利だ」と就任演説で高らかに宣言してから2期目の6年が過ぎた。現在、ブラジルは国際金融危機に直面しているが、政府は「我々は準備ができています」と自信を見せており、大統領は国民の8割以上の支持を集めている。

今回の国際金融危機がブラジル経済に与えている影響は決して軽微ではない。2008年は第3四半

期まで対前年比でGDPが6%以上の成長を続けていたが、表1で示されているように、第4四半期は直前の第3四半期から3.6%マイナスとなる急ブレーキがかかり、年間GDP成長率は前年を下回る5.1%にとどまった。外貨純流入額は23.8億ドル(2003年)から874.5億ドル(2007年)まで順調に拡大していたのが、2008年は一転してマイナス9.8億ドルと2002年以来の純流出を記録した。特に、2008年10月から2009年1月までの4カ月間に流出した211.9億ドルは、2002年1年間の資本流出38.8億ドルの5.5倍の規模となった。2005年以降毎年400億ドルを超えていた貿易黒字が250億ドルを下回り、2008年10月以降は証券投資と融資の金融取引が赤字となる状態が続いたためである。2008年5月に7万3000ポイントを超えていたサンパウロ株式(Bovespa)指数は、外国投資家が去った10月以後、2009年2月末まで4万ポイントを下回った。為替市場では、2008年7月に1ドル=1.5レアル台となって1999年の変動相場移行後の最高値

表1 GDP成長率の推移

	2007 第4四半期	2008			
		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
対前年同期比	6.1	6.1	6.2	6.8	1.3
対直前四半期比	1.8	1.6	1.6	1.7	-3.6
年間GDP成長率	5.7	5.1			

(出所) IBGE (<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultcnt.shtm>) 2009年3月11日アクセス)

をつけていたが、11月以降はそれよりも約50%安い1ドル=2.3~2.4レアルの水準にある。この減価幅は2002年時の状況と同程度である。

このような状況に対して、ブラジル政府は財政出動と金融緩和による景気刺激策を実施している。これは経済学ではありきたりの政策だが、実はブラジルにおいては特筆すべき新傾向だ。というのも、ブラジルでは過去20年以上にわたって経済危機に直面するたびに、財政を切り詰め、金利を引き上げるといふ、逆に不況を深めるような措置が採られてきたからである。重い対外債務を抱え、インフレを管理しきれていない経済では、景気刺激策を採ると一気に政府の債務返済能力への不安が高まって資本逃避が起これり国家経済が破綻してしまうため、これを予防する応急措置として、たとえ経済の体力をさらに低下させても緊縮政策を採らざるを得なかったのである。そのような経済は外生ショックに対して脆弱で、楽観論が生まれる余地はない。

しかし、今回の国際金融危機に対して、政府は「支出増加」の号令を発し、企業には「リストラよりも投資を」と呼び掛けている。このような対応は、ブラジルがこの世界的不況をいち早く抜け出す国の一つであるだろうという期待を広く国民に抱かせている。そこで本稿では、世界経済が大恐慌以来と言われる困難に直面している中でブラジルが楽観的である理由を探るために、普通の経済政策が採れる国に変貌したルーラ政権下のいくつかの構造的変化について考察してみたいと思う。

1 マクロ経済の安定性

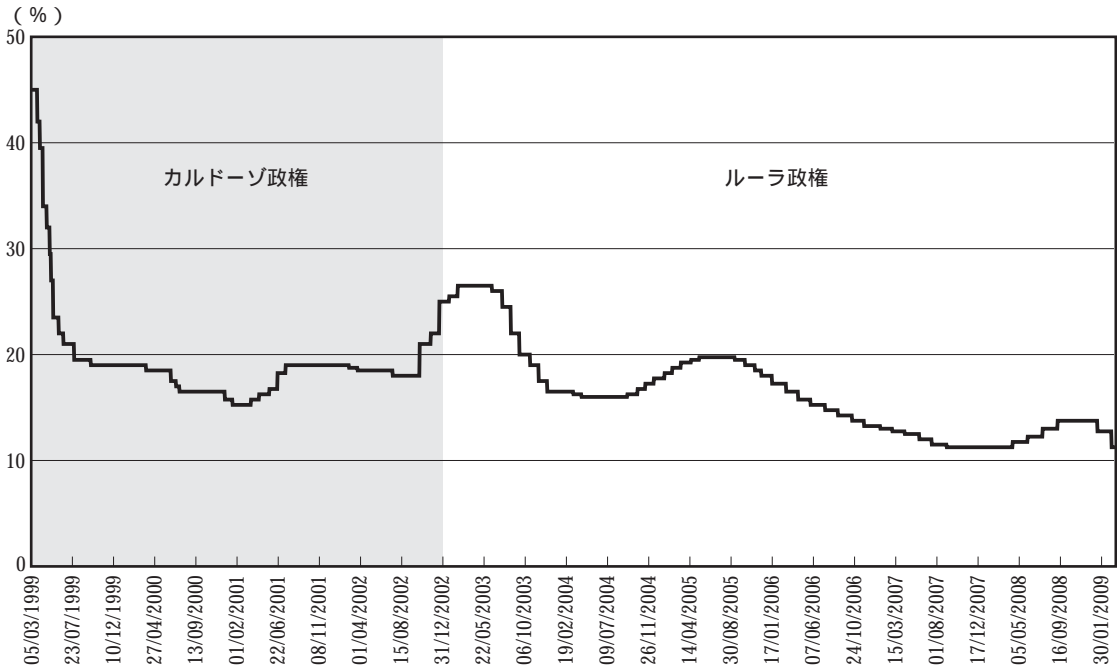
1999年の通貨危機以後にブラジルの財政金融当局が行ってきた政策は、インフレ目標政策とプライマリー財政黒字目標政策の二つによって代表さ

れる。前者はあらかじめ物価上昇率の目標を設定し、需要が過熱気味と判断されれば金利を上げ、需要不足であれば下げるといふように金融政策を調整するものである。これは、金融政策の透明性が高まって、引き締め・緩和の方向が予測しやすくなるというメリットがある。後者は、公共部門全体の財政プライマリー収支(政府債務の元利支払いを除く財政収支)の黒字幅を目標として設定するもので、ブラジルでは行政の各単位で収支均衡を義務付ける財政責任法を導入して地方財政に関しても監視の目を強めてきた。その成果は2002年にプライマリー収支が対GDP比3.55%の黒字を計上するという形で現れた。この黒字幅は、2008年に4.06%の黒字であったのとすでに遜色ないレベルであった⁽¹⁾。

しかし、政策努力ではコントロールできない財政支出として既往債務の金利支払いがある。2002年には前述の為替レート減価の影響を受けて、インフレ率は目標の3.5%をはるかに超える12.53%を記録した。このような状況下でのインフレ目標政策では、金利を引き上げて引き締めを行う必要があるため、図1で見られるように、中央銀行は年初に19%であった短期金利(SELIC)誘導目標を年末までに断続的に25%まで引き上げた。当時、政府は対GDP比約35%の債務を抱えており、金利上昇は財政を悪化させた。さらに、債務の約30%は金利が為替レートに連動していたため、レアルの減価とともに債務返済負担がさらに増大する構造にもあった。こうして膨らんだ財政の最終赤字を補填するために国債が追加発行され、それが高金利の下でさらに財政支出を増やしていくという悪循環が形成されていた。そのため債務返済を織り込んだ名目財政収支赤字は2002年にはGDPの9.36%に膨らんだ。

このような状況の下で発足したルーラ政権は、

図1 インフレ目標政策の下の金利調整の動向



(出所) ブラジル中央銀行, SGS(<http://www4.bcb.gov.br/?SERIESTEMP> 2009年3月25日アクセス)

まずインフレ収束と通貨の安定に優先的に取り組んだ。高度な知識が要求される中央銀行総裁には、米国でバンク・オブ・ボストン頭取を務めた経験豊富なエンリケ・メイレルス(Enrique Meirelles)氏を、彼が野党PSDB(社会民主党)の党員であるにもかかわらず登用し、早期に市場の信任を得ようとした。同総裁の下で中央銀行は、2003年1月の政権発足後7月まで利上げを継続し、2003年のインフレ率を1桁の9.3%に押さえ込んだ。この年は目標としていた4%は達成されなかったが、2004年に目標とした5.5%±2.5%のターゲットゾーン内の7.6%に誘導し、その後は目標を4.5%に引き下げて5%前後のインフレ率を実現している。当初インフレ抑制を優先したことは、図1に見られるように、その後金利を緩やかに上げ下げして調整することを可能にした。

一方、財政当局は財政責任法とプライマリー黒字目標政策を前政権から引き継いで規律を維持しながら、金利の引き下げによって前述のような債務が増大する悪循環を断ち切ることに成功し、財政はいっそう健全化した。政府債務の規模は2008年10月に対GDP比25%にまで低下した。金利が為替レートに連動した債務は全体の1%に減らされるとともに2002年に10%しかなかった固定金利債務の比率を30%とし、外的要因に対してより安定的な債務プロファイルを構成した。

中央銀行はリーマン・ショック直前の2008年に4月と7月の2度にわたって金利を引き上げている。これは国内需要を抑えてインフレを管理するための対応であった。このようにあらかじめオーソドックスな経済政策を徹底していなければ、リーマン・ショックが起こった9月の追加利上げは、

図1に見られるような2002年の金利引き上げと同じように急激なものにならざるを得なかっただろう。しかし結果的に、2008年の金利上げ幅は2.5ポイントと小幅のもので、インフレ率を目標とする4.5% ± 1.5%のターゲットゾーン内の5.9%に誘導することができた。金利引き上げが小幅であったことに加えて、為替レートにリンクされた債務が着実に圧縮されてきたことが功を奏して公的債務の返済負担が大きく増えることはなく、2008年の最終財政赤字はGDPの1.6%にとどまった。

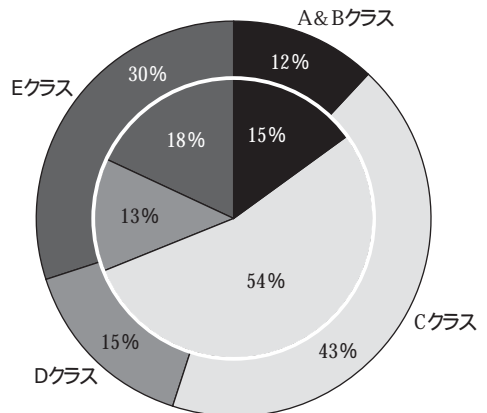
また2002年に350億ドル程度であった外貨準備は、ここ数年の投資の流入と貿易黒字によって2008年9月に2000億ドルを超える過去最高の水準にあった。前述のような急速な外貨流出が起ころうとしても金融政策で落ち着いた対応が可能であった重要な要因は、潤沢に蓄積された外貨準備の存在は機動的な為替市場への介入を可能にし、投資家がパニックからドル買いに走ることも未然に防いだ。

このように、国際金融危機は外貨資本の流出とそれにとまなう為替レート的大幅な減価や株式市場の低迷を招いているが、堅実で先を見越した財政金融政策や外貨準備の蓄積などにより、ブラジルはマクロ経済の安定性を損なうことなく国際金融危機に対処する準備が十分整っていたと評価することができる。

2 実体経済面の危機対応

ルーラ政権下で起こったもうひとつの特筆すべき変化は、国内市場の裾野の拡大である。図2はブラジルで一般的に行われる5段階(A~E)の所得階層分類で、戸主の月収が5万~21万円⁽²⁾の中間所得層とみなされているCクラスの構成比が2002~2008年の間で43%から54%に増加した一方で、最低賃金以下の収入しか得ていないEクラ

図2 所得階層別でみた家計の構成比
(外側2002年, 内側2008年)



(出所) *Veja*, 2009年3月4日号, p.86.

スが30%から18%と大幅に減少したことを示している。

ルーラ政権は貧困対策を政権の旗印とし、貧困家計に対して子供の教育を条件として継続的に現金を給付する政策ボルサ・ファミリアを実施した(浜口[2007])。この政策は、一方で選挙対策のばら撒きという批判があるものの、他方で加工食品などの基礎的消費財の市場拡大をもたらす経済効果も発揮した(IBASE[2008])。

さらに重要と思われるのは、経済成長が持続的なものとなって正規の雇用契約を結ぶ労働者が増えたことである。表2から、2004~2007年にかけて、毎年120万~160万人の労働者が正規に労働市場に組み込まれていったことがわかる。2008年にも10月までは順調に190万人の雇用が生み出されていた。これらの人々が加わって厚みを増した中間所得消費者層が、国内需要を牽引する存在として顕在化した。

彼らの旺盛な消費意欲を支える重要な役割を果たしたのが個人向け融資である。これまで銀行は、延滞リスクの高い個人向け融資を敬遠してきたし、

表2 正規雇用増減

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 1～10月	2008・11月～ 2009・1月
鉱業	6,605	10,337	9,530	12,052	9,762	11,426	-4,303
製造業	128,791	504,610	177,548	250,239	394,584	532,704	-409,159
公共サービス	3,147	4,566	13,533	7,369	7,752	8,992	0
建設	-48,155	50,763	85,053	85,796	176,755	303,031	-93,839
商業	225,908	403,940	389,815	336,794	405,091	319,424	12,013
サービス	260,285	470,123	569,705	521,609	587,103	726,091	-75,380
行政	9,830	-382	21,599	8,253	15,252	39,510	-28,061
非農業雇用合計	586,411	1,444,339	1,266,783	1,222,112	1,596,299	1,944,730	-600,405

(単位：人)

(出所) 労働省, CAGED (<http://estatistica.caged.gov.br/index.aspx> 2009年3月24日アクセス)

マクロ経済状況に応じて金利が急激に引き上げられる政策環境では、消費者も借金を抱えるリスクは大きすぎると感じていた。しかし、雇用と収入を安定させた消費者の信用力が高まったことは個人向け融資市場の成長をもたらし、2004年に対GDP比6%の規模であった個人向け融資は、2008年末に13%に増加した。元来、ブラジルの銀行経営は非常に保守的である。国際的基準では8%以上とされているバーゼルIIに対応した自己資本比率を、中央銀行は国内の銀行に対して11%以上とするよう要求しているところ、ブラジルの2大民間銀行であるイタウとブラデスコの自己資本比率は、以前は20%を超え、現在でも15%を超える水準で保たれている。これまで高金利の国債での運用が可能であったブラジルの銀行は、低いレバレッジ(自己資本比率の逆数)でも自己資本収益率が30%を超えるほど収益性が高く、サブプライム債券のようなハイリスクの外国投資にあまり手を出していない。このために、今回の危機の影響を直接受けておらず資産の健全性が高いので、今後も融資を拡大する余地は大きいと思われる。

個人向け融資拡大の影響は耐久消費財、なかんずく自動車産業の成長に最も顕著に表れた。ブラ

ジルの自動車産業の活況は2004年頃に始まり、2003年に143万台であった新車販売台数は2008年には282万台となり、わずか5年間で市場規模が倍に成長した。生産台数も150万台から256万台へと増加した。筆者が行った研究(浜口[2009])によれば、この自動車市場の成長は、消費者が自動車ローンをより容易に利用できるようになったことと、所得の安定をもたらした正規雇用の増加と関わりがある。また、興味深いことに、自動車ローンの返済期間が長期化すると自動車市場における1リットル・エンジンの大衆車の比率が増加するという効果があることがわかった。つまり、融資期間が延びたために1カ月当たりの返済額が少なくなるので、低所得家計でも自動車を購入することが可能になり、彼らが購入しやすいエントリークラスの大衆車の販売が伸びたということであり、融資が自動車市場に新たな消費者グループを招き入れたのである。

国内需要の成長に対して当初、設備の稼働率を上昇させることで対応してきた企業も、2007年頃からさらなる増産を目指した設備投資計画を発表するようになっていた。このようなタイミングで、ブラジルは国際金融危機に直面した。ブラジルの

金融機関は法人向け融資の25%にあたる460億ドル以上を海外から資金調達していた。国際的な流動性が一気に収縮したため、2008年9月から2009年1月にかけて約90億ドルについて借り換えができなくなり、借り手は国内で資金調達してドルを買って返済に応じなければならなかった。

このことは二つの影響をもたらした。ひとつは、ドル需要の増大によるレアルの減価であり、もうひとつは、国内金融市場における個人向け融資の資金が圧迫されたことである。後者の影響によって、表3から明らかなように、個人向け融資の供与額が減少しただけでなく、融資のスプレッド（資金調達金利に上乗せされる分）の上昇や融資期間の短縮化につながって、融資の利用条件が悪化した。さらに、既存の個人向け債務の延滞比率が徐々に上昇してきたことも、銀行が融資条件を厳格化して借り手の選別を強める行動につながって

いる。

これによって金融市場から排除されやすいのは低所得層である。生産拡大を続けていた自動車産業では、急激な需要の冷え込みによって在庫が急増したため多くの企業が減産に転じ、2008年6～8月に月間30万台にのぼっていた生産台数は12月に9万台に激減した。景気の減速があまりにも急であったため、その他の産業でも多くの企業が年末に過剰な在庫をかかえることになった。その影響はすぐに雇用に現れて、表2で確認されるように、2008年11月から2009年1月にかけて製造業において40万人以上の正規雇用が失われた。

このような状況が長期化すると、国内需要のさらなる落ち込みや銀行の貸し渋りの広がりから、本格的な景気後退に陥るリスクが明らかだ。これに対して、政府は2008年12月に消費回復のための84億レアル規模の景気刺激策を発表した。その内

表3 国際通貨危機と個人向け融資の減少と条件の悪化

		購入ローン (100万レアル)	個人向け融資 (100万レアル)	スプレッド (%)	平均融資期間 (日)	延滞比率 (%)
2008	1月	6,914	10,742	36.6	594	3.1
	2月	5,724	10,210	36.9	594	3.2
	3月	6,178	12,254	35.3	592	3.3
	4月	6,474	11,598	34.6	593	3.5
	5月	5,998	10,912	33.5	592	3.7
	6月	6,112	10,487	34.7	595	3.6
	7月	6,270	11,047	36.6	591	3.7
	8月	5,381	9,642	37.6	587	3.8
	9月	5,991	10,269	38.6	586	3.8
	10月	4,243	9,185	39.7	583	4.0
	11月	3,444	8,484	43.2	585	4.2
	12月	4,344	8,011	45.2	579	4.5
2009	1月	4,422	8,806	43.6	581	4.7

(出所) 金融部門についての中央銀行プレスリリース, 2009年3月(<http://www.bcb.gov.br/?ECOIMPOM> 2009年3月10日アクセス)

容は、個人所得税の減税で可処分所得を増やし、金融取引税(IOF)を引き下げて融資借入コストを引き下げ、さらに3月末までの期限付きで(その後、6月まで延長された)自動車の工業製品税(IPI)を減免して新車価格を引き下げ、需要を喚起しようとするものであった。これにより、大衆車の税率が7%からゼロに、中型はガソリン・エンジン車が13%から6.5%に、アルコール・エンジン車とフレックス燃料エンジン車(現在新車市場の8割を占める)の税率が11%から5.5%になった。このように、この景気対策は特に自動車産業をターゲットにしているが、その関連産業の裾野の広さから製造業全般の雇用を維持することを目的としている。

さらに、民間銀行が供与する融資の伸びが鈍化する中で、政府は公的金融機関に代替的な役割を求めた。国際金融危機が深刻化した2008年9月までの12カ月間で見ると、民間銀行の(法人・個人)融資供与額は対前年比平均2.7%増加し、公的金融機関やブラジルに進出している外国金融機関の融資よりも高い伸びを示していた。しかし、10月以降はこの成長率が対前年比平均0.8%に減少する一方で、公的金融機関の融資は危機以前の増加率を上回る4.1%の増加を示した。この中には社会経済開発銀行(BNDES)が行う企業の設備投資や運転資金への融資の拡張とともに、公的金融機関がこれまで行ってこなかった一部の個人向け融資事業の開始も含まれている。

また、企業部門の資金需要が個人部門の融資を圧迫している問題について、中央銀行は民間銀行の預金準備率の引き下げと、外貨準備の中から360億ドルをブラジル企業の対外債務返済のための融資に当て、国内の流動性を確保しようとしている。

以上見てきたように、ブラジルの銀行は低レバレッジでリスク資本にあまり手を出さないという

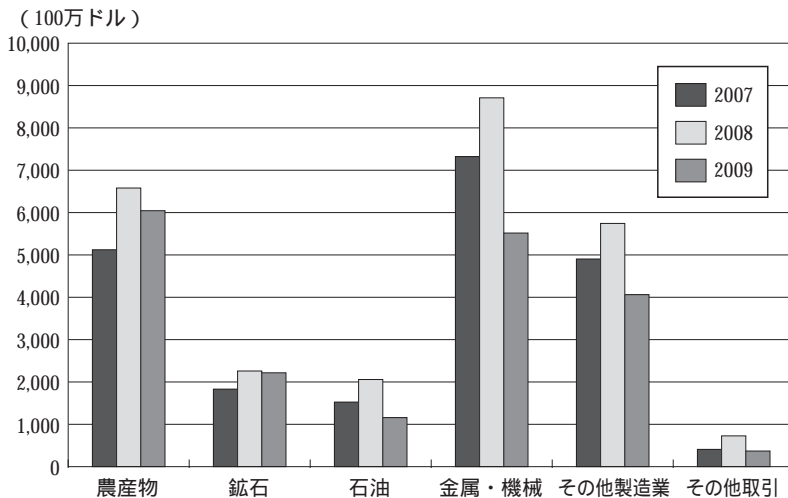
保守的な経営のためにサブプライム危機の直接の影響を受けなかったことと、金融部門の中に大規模な公的金融機関を残していたため、民間が融資の削減に走った情勢下でも公的部門が政策的にこれを代替することが可能という特殊な状況が幸いしたといえる。ブラジルの銀行のレバレッジは国際的に見てまだ十分に低く、状況が整えば個人向け融資市場が今後さらに成長する余地がある。

3 製造業輸出の減少

2008年末以降の輸出の減少によりブラジルの貿易収支は急激に悪化し、2009年1月におよそ8年ぶりの貿易赤字を記録した。図3で1月から2月にかけての輸出実績を過去3年間で比較してみると、2009年に前年と比べてもっとも顕著な落ち込みを示したのは金属・機械関連の製造業で、全体の減少分の半分を占めている。特に自動車と鉄鋼で影響が顕著に表れている。世界的に景気悪化が進んでいる状況では、レアルが主要通貨に対して減価しても工業品輸出の増加につながらない。特にブラジルにとって工業品の重要な輸出先となっているアルゼンチンの景気後退が色濃く、両国間の貿易額は2008年後半以降著しく落ち込んでいいる。アルゼンチンでは、反ダンピング課税や一部製品についての輸入事前許可制が導入されるなど、保護貿易の傾向が現れている。ただし、ブラジルの製造業は国内市場志向が強く、輸出の減少の景気への影響は甚大ではない。前述した内需拡大政策は、このような工業品輸出の損失の一部を補うことも期待されている。

他方で、大幅に国際価格が低下した石油を除くと、農産物や鉱石については、輸出の減少はさほど大きなものではない。一次産品が中心である対中国輸出は、昨今の状況下においても増加し続け

図3 1～2月期輸出額の変化（2007年，2008年，2009年）



（出所）開発商工省貿易データベース（<http://aliceweb.desenvolvimento.gov.br/>）
2009年3月10日アクセス）

ていて、同国が大量に輸入している鉄鉱石や大豆については価格も安定している。

おわりに

以上の考察をまとめると、国際金融危機に対してブラジルが楽観的な見通しを持てる背景には、すくなくとも以下の三つの要因がある。(1)ルーラ政権下でブラジルはインフレ管理を徹底するとともに公的債務を質的に改善することによって、景気悪化に対して普通の景気刺激策が行えるようになった。(2)正規雇用の増加で層が厚くなった中間所得消費者層が、個人向け融資の広がりを利用しながら、経済成長を牽引する存在に成長してきた中で、政府は雇用を支える政策を重視している。収縮した消費者融資は、金融機関がサブプライム問題の影響を直接受けていないので、回復させることが可能である。(3)少なくとも中国の景気が底支えされている限りは、一次産品の堅調な輸出が

期待できる。

しかし、ブラジル経済は世界経済の悪化の影響を受けて、確実に2008年前半までの景気拡大から急速に調整局面に入っており、公共支出の拡大が実際に雇用をどの程度維持できるのか、資金調達に順調でない中で上昇した個人向け融資のコストを下げた中間所得層がアクセス可能な状況に戻ることができるか、アルゼンチンとの保護主義的貿易紛争を回避して工業品貿易を回復することができるか、中国の一次産品需要は今後も維持されるか、などの点については不透明さを残している。したがって、ブラジルの楽観論は決して盤石とは言えないものである。

また中長期的課題としては、次の点を指摘することができる。ルーラ政権は政権発足時に財政改革と社会保障改革を打ち出したが、結局部分的な改革にとどまり、支出の削減効果は出ていない。2003年と2008年を比較するとGDPに対する中央政府の人件費の規模は4.5%と変わっておらず、社

会保障費は6.3%から7%に上昇した。もし、改革が実現していたら、今日のような状況で、より大胆に公共支出による景気刺激を行うことができたであろう。そのような公共部門の効率化に加えて、公共支出の拡大が、常に「ブラジル・コスト」と批判される劣悪な輸送インフラの問題や電力不足の不安を改善するための長期に効果的な投資として生かされるよう、国際金融危機をブラジルにさらなる変革をもたらすための具体的な議論を深める機会とすることが求められる。

注

- (1) IPEADATA (<http://www.ipeadata.gov.br>)
- (2) 最低賃金の3～12倍。ジェットウリオ・バルガス研究所(FGV)の基準による。

参考文献

日本語文献

浜口伸明 [2007] 「ボルサ・ファミリア：ブラジル・ルーラ政権の貧困対策」(『海外事情』 Vol.55 No.2 2月号 49-59ページ)

[2009] 「ブラジルの経済成長における消費者融資の役割」(『国民経済雑誌』199巻1号 17-28ページ)

外国語文献

IBASE [2008] *Repercussões do Programa do Bolsa Família na segurança alimentar e nutricional das famílias beneficiadas*, Rio de Janeiro: IBASE, junho.

(はまぐち・のぶあき / 神戸大学経済経営研究所教授)