

力強く成長するブラジル経済

調査部長 藤井 英彦

目 次

1. はじめに
2. 成長モデルに変化の兆し
3. 再び好調な個人消費
4. 加速する資本形成
5. 小さい先行きリスク

要 約

1. 2010年に入りブラジル経済の成長ペースが加速した。単なるマイナス成長に陥った前年の反動ではない。内需の二本柱である消費と投資についてみると、次の通りである。
2. まず個人消費は2009年初を底として次第に回復し、2009年末以降再び好調さを取り戻した。もっとも、所得雇用情勢は2009年に入って悪化し、年央から秋にかけて最悪期を迎えており、消費動向と平仄が合わない。一方、消費者マインドは、2008年10月から急速に悪化した後、年末から2009年2月を底に急速に改善しており、個人消費と整合的である。
3. 消費動向が所得雇用環境よりも消費者マインドに左右された背景には次の事情がある。まず厳格な労働法制のもと、業績悪化や景気後退が解雇や賃金カットに直結しにくい事である。次いで着実な賃金上昇がある。多くの国々では労使交渉などによって賃金が決定される。それに対してブラジルでは政府が大きな役割を担う。近年、最低賃金が毎年春に改定され、それが全体の賃金改定のペースセッターの役割を果たす。賃金面でも企業業績や景気動向との連動性が薄い。一方、ブラジルでは都市化が進み、マスコミが普及している。そのため、大半の国民は内外の経済情報を正確に入手しており、深刻なショックが起きると生活防衛色を強めるものの、危機が去れば、再び旺盛な消費行動が顕在化する。
4. 今後を展望しても、当面個人消費の力強い増勢が持続する公算が大きい。所得雇用環境が引き続き改善し、政府の積極的な支援政策が方向転換する兆しは見当たらないなか、耐久財をはじめ消費意欲が旺盛なためである。
5. これまでブラジル経済の牽引役は個人消費であった。しかし、このところ設備投資の盛り上がり著しい。従来、未整備なインフラが投資を阻み、成長制約に作用してきた。しかし、近年、経済成長に伴う歳入増に加え、海外からの資本が流入して資金面の障害が後退するなか、政府のインフラ整備が本格化する一方、企業の投資が盛り上がってきた。
6. 政府は、インフラ整備のペースを今後一段と加速させる計画である。インフラ整備計画第1期の投資規模は2007年1,120億レアル、2008～2010年総額3,919億レアルであった。しかし、2011年以降の第2期では2014年までの総額で9,550億レアルと第1期対比倍増する。
7. 地域別には、従来、サンパウロ州やリオデジャネイロ州など南東沿岸の都市圏が経済成長のリード役であった。しかし、インフラ整備の進展は内陸部など地域経済の発展を加速させ始めている。加えて、海底油田、海底ガス田開発の本格化がある。ちなみに2010年9月のブラジル政府の発表によれば、南東部沿岸の推定埋蔵量は500億バレルを上回る。
8. 国内の所得格差は依然大きい。しかし、現政権の貧困層支援策、いわゆるボルサ・ファミリア政策

が強力に遂行されるなか、引き続き所得格差は縮小に向かい、消費市場の底堅い拡大が続こう。加えて、原油をはじめ資源開発が本格化し、ブラジル経済の飛躍的成長を見越して海外から資本流入が拡大するなか、製造業分野を含め、企業の設備投資や政府のインフラ整備に拍車が掛かっている。安定的ながら成長ペースの緩慢な消費主導型経済成長からハイペースの投資牽引型成長モデルへの転換が進行中である。ブラジル経済の高度成長期が再び視野に入り始めている。

1. はじめに

(イ) 2009年、ブラジル経済は深刻な景気悪化に落ち込んだ。実質経済成長率は2008年の5.1%から▲0.2%と一転してマイナス成長に陥った。リーマンショックに端を発した景気後退である。アメリカで発生した金融市場の動揺が世界各国に深刻な打撃を及ぼした。経済のグローバル化が進み、相互の関係が深まった副作用といえよう。

とりわけ新興諸国が受けた影響は大きかった。総じて新興国は国内市場の厚みに乏しく、先進国向け輸出や海外からの投資に依存する傾向が強いためである。先進諸国を含め各国政府は相次いで積極的な経済政策を打ち出した。V字型回復を果たした国も少なくない。ブラジルも持ち直しに向かうと期待された。

(ロ) しかし、2009年のブラジルはマイナス成長から抜け出せなかった。多くの国々に比べ、回復力の弱さは否定できない現実だった。加えて、アメリカの金融問題は解消に至らず、下押し圧力が根強く残存した。そのため、ブラジル経済が持ち直すとしても、回復力は脆弱であり、緩慢なペースで推移するとの見方が支配的だった。もっとも、その後、ブラジルに対する見方は大きく修正された。

IMFの世界経済予測を例にとれば、次の通りである。まず2009年秋の時点では、2010年のブラジルは実質3.5%成長にとどまるという低めの見通しだった。成長率はプラスになるものの、5.1%だった2008年の成長ペースに戻る展開は期待薄という見方である。しかし、半年後の2010年春に5.5%成長と2008年を上回るペースに引き上げられ、さらに、その3カ月後の2010年7月には7.1%成長へ上方修正された。

(ハ) 7%台の成長が実現されるなら、1985年の7.9%、86年の7.5%以来、四半世紀振りの高度成長になる。もっとも、2009年と平均すれば、3%台半ばに過ぎない。過去数年の成長ペースとほぼ同様である。マイナス成長の反動で2010年の成長率が嵩上げされたという視点からみれば、ブラジルが再び高度成長するという評価は誤りとなる。

全く異なる見方もある。新たな高度成長期に入ったという認識である。そもそもブラジル経済に対しては、中国やインドが2桁に近いハイペースの経済成長を続けるなか、4~5%という成長ペースにとどまり、成長ペースが加速しない理由は何かという疑問が、これまで折に触れ提示されてきた。そのなかには、近年の着実な経済成長を通じて漸く高度成長の基盤が整い、高度成長への離陸が始まったという見方も一部に現れ始めた。

高度成長期の到来とする見方には反論も少なくない。有力説の一つが、ブラジルには高度成長の源泉がないとする見方である。根拠の一つは、まず高度成長の源泉を都市化と産業の工業化あるいはサービス化とする。次いで、その点をブラジルに照らし、都市化や産業の高度化は60年代から始まり70年代初めに終了したため、高度成長は再来せず、ブラジルにとって安定成長路線が適切とする。

(ニ) ブラジルはなぜ2009年にマイナス成長から抜け出せなかったのか。回復が他の国々より遅れたのはなぜか。さらに現下の高成長はマイナス成長の反動か。それとも高度成長期の再来か。いずれも今後のブラジル経済を展望するうえで欠かせないポイントである。

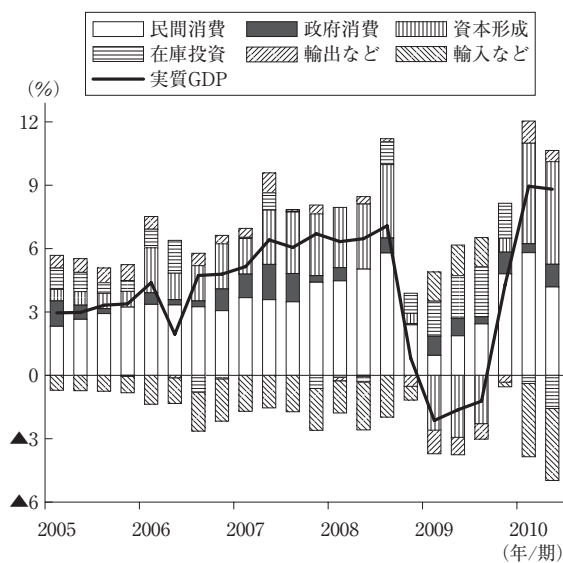
回復力が弱く、2010年の高成長が単なる前年の反動ならば、今後も4~5%成長が巡航速度

になる。一方、そうではなく高度成長の再来ならば、従来を上回るハイペースの成長が見込まれる。そこで本稿では、まずこのところの経済成長をたどり、次いで内需の2本柱である個人消費と設備投資について整理したうえで、今後のリスク・ファクターについて検証し、上記のポイントについて検討してみた。

2. 成長モデルに変化の兆し

(イ) 2010年に入り、従来と異なる二つの動きがみられる。成長ペースの加速と牽引役の変化である(図表1)。

(図表1) 実質経済成長率の推移 (前年比)



(資料) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

まず実質ベースの成長率を前年比で見ると、1～3月期は9.0%、4～6月期が8.8%と2010年に入り、2四半期連続して9%の高度成長となった。もっとも、前年をみると、1～3月期は▲2.1%、4～6月期▲1.6%である。そのため、2008年対比でみた年平均成長率は2010年1～3月期が3.3%、4～6月期が3.5%と3%台半ばの成長に過ぎない。2010年上半期の実質9

%成長は前年の反動によって嵩上げされた側面は否定できない。

次に牽引役を特定するために需要項目別寄与度をみると、1～3月期の実質9.0%成長に対して最大は個人消費で5.8%の寄与度、次いで固定資本形成が4.8%の寄与度であった。しかし、4～6月期に両者の関係は逆転した。すなわち、実質8.8%成長に対して最大は固定資本形成で4.9%の寄与度、次いで個人消費が4.2%の寄与度になった。

もっとも、こちらでも、前年の反動という側面がある。2009年上半期、個人消費が増勢鈍化にとどまったのに対して、固定資本形成は大幅なマイナスに転じた結果、個人消費より固定資本形成で2010年上半期の反動影響が生まれやすいためである。

(ロ) しかし、次の点を加味してみると、成長ペースの加速と牽引役の変化は単なる前年の反動という一時的な現象ではない可能性が出てくる。ブラジル経済が本格的に成長を始めた2000年代半ばからリーマンショックまでの推移である。

この間、まず成長ペースは趨勢的に加速した。一方、寄与度をみると、個人消費が次第に拡大してきたのに対して、固定資本形成は2005年、すなわち成長初期の局面では僅かな寄与にとどまっていたものの、2006年あるいは2007年以降、急速に拡大し、リーマンショック直前の2008年7～9月期には個人消費と並ぶ内需の2本柱に成長していた。

改めて推移をみると、まず2000年代半ば、消費市場の拡大を原動力に成長ペースが加速し始めた。次いで、固定資本投資が急ピッチで増加した。それは、ブラジルで高度成長モデルが始動した可能性を示唆する。いわゆる投資が投資

を呼ぶ設備投資主導型成長モデルである。典型的なパターンは次の通りである。

まず設備投資はそれ自体、需要となり雇用を創出する。一方、供給力が増加し生産性が向上し競争力が強化され、国内市場が拡大して所得や雇用が増えて需要が増加する。需要の増加は需給ギャップの縮小に作用し、さらなる投資拡大に繋がっていくスパイラル的な拡大均衡メカニズムである。それが、わが国でも50年代から石油危機に至る高度成長を支えた原動力であった。

高度成長モデルがブラジルで始動したか否か。次章以下、個人消費と設備投資について一歩踏み込んで整理する。

(ハ) わが国の高度成長と異なる面も少なくない。まず輸出である。わが国の場合、輸出が内需と並び、経済成長の重要な牽引役であった。後退期で景気浮揚の原動力として期待され、回復期では設備投資に点火する起爆剤として期待された。輸出主導型成長が定着するなか、輸出を阻害する円高は景気悪化を招く元凶とされ、円高阻止が重要な経済政策と位置付けられてきた。

しかし、ブラジルは輸出依存度が低い。2000年代半ばからリーマンショックまでの成長局面で輸出の寄与度は0.4%に過ぎない。加えて、ブラジルの輸出品はグローバルに価格競争が激化している工業製品ではない。新興国の台頭によって需給逼迫への懸念が強まり、価格が上昇したり高止まりしている鉄鉱石や石炭、エタノールなど一次産品が中心である。そのため、ブラジルにとってリアル高はむしろ良い動きであり、リアル高を阻止する動きは少なくともこれまで表面化してこなかった。

次いで輸入である。わが国の場合、とりわけ

国内の供給力が乏しい戦後間もない時期、景気が良くなると輸入が増えて経常収支が悪化した。そうした事態は、わが国のみならず、これまで多くの国々で看取されてきた。さらにわが国の場合、それは単に対外収支の問題にとどまらなかった。輸入の増加によって外貨繰りが厳しくなると、外貨が手当てできないため需要を満たす輸入ができず、品薄から物価が上がって金利が上昇し、景気が悪化に向かった。いわゆる国際収支の天井問題である。

資源小国のわが国は、原油や鉄鉱石など原材料の輸入に必要な外貨を工業製品の輸出によって確保する以外に方策がない。しかし、資源大国のブラジルは原材料を輸出すれば外貨が手に入る。輸入サイドからみても、リアル高を是正しようとするインセンティブは湧きにくい。自国通貨が高ければ高いほど輸入品を割安に入手できる。

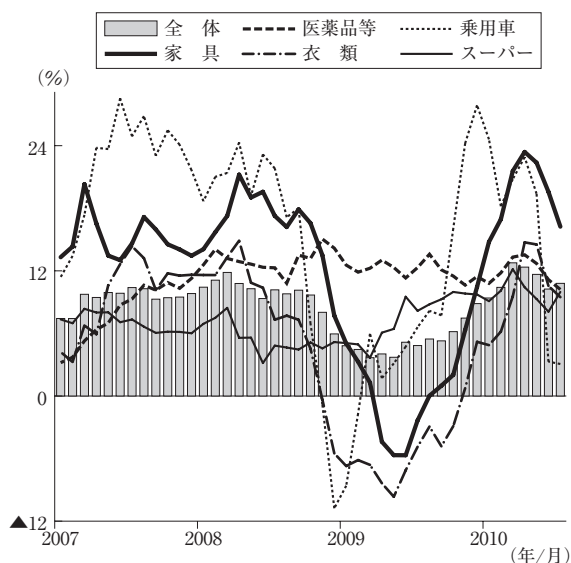
それらの結果、経済成長は個人消費と設備投資の内需の2本柱が担い、外需は二の次という成長スタイルが定着した。例えば2010年上半期についてみると、実質経済成長率に対する外需の寄与度は、1～3月期が▲2.4%、4～6月期も▲2.9%といずれも大幅なマイナスである。

3. 再び好調な個人消費

(イ) 個人消費はリーマンショック直後の2008年末、急速に落ち込んだ後、2009年初を底として次第に回復し、2009年末以降、再び好調に推移している（前出図表1）。もっとも、財別にみると、必ずしも同様の推移となっていない。主要分野別に小売販売の推移を数量ベースで見ると、次の通りである（図表2）。

まず乗用車販売の動きが最も早く、加えてこのところ消費全体では好調に推移するなか、すでに翳りが広がっている。すなわち、2008年末

(図表2) 小売販売数量の推移 (前年比)



(資料) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

に急減した後、2009年3月以降V字型回復を遂げた。2009年半ば以降前年比2割増のハイペースで推移していたものの、2010年夏に増勢が大きく鈍化した。

次いで衣類が乗用車に続く。衣類は乗用車のような早期V字回復とはならず、低迷が2009年末まで長引いた。もっとも、2010年入り後、月毎の振れはあるものの、総じて前年比1割増のペースが続いている。

さらに家具が乗用車、衣類に続く。2009年春にマイナスに落ち込んだ後、衣類より早く2009年秋以降、回復に向かった。2009年春のマイナス幅が大きく、その反動で2010年春の増加幅が大きく高上げされた結果、一見すると春から夏に増勢が鈍化したように見えるものの、引き続き2割増の増加であり、好調に推移しているといえよう。

このようにリーマンショック後、時期は異なるものの、いったん低迷した後、好調さを回復した分野がある一方、大きな変化が看取されない分野もある。典型がスーパーと医薬品である。

2009年入り後もスーパーは前年比1割弱、医薬品は1割強のペースで増え続けた。

その背景には、次のような事情がある。まず乗用車では政策の影響が大きい。2008年秋以降の落ち込みは、購入時の頭金支払いに対する義務付けが強化されたうえ、自動車ローンでは返済期間が大幅に短縮されるなど購入条件の厳格化が拍車を掛けた。一方、V字型回復は販売促進に向けた税制優遇が主因である。なお、優遇措置によって需要が先食いされただけに、このところの増勢鈍化は回避困難であり、当面続く公算が大きい。

衣類は個人消費全体と歩調を揃え、景気動向とほぼ平仄の合った動きとなっている。わが国でも衣類、とりわけ紳士物衣料は景気の影響を受けやすい。

次いで家具は住宅購入と連動する傾向が強い。住宅を売買した後、転居に当たって家具を購入する。内装やリフォームを行う場合、さらに売買から転居までの期間は延びる。そうした家具購入の特殊性が、落ち込み時期が乗用車や衣類より遅れた主因である。

さて、それらに対して、スーパーや医薬品で大きな変動が起きなかった理由は何か。スーパーは生鮮食品をはじめ生活必需品が販売の中心であり、購入の手控えや先送りが難しい。一方、医薬品の売上好調は、少なくとも今回の場合、女性用化粧品が支えた模様である。なお、その背景については所得水準の向上、ブラジル女性の地位向上、オフィス・ワーカーを含め雇用者の増加など、諸説あるものの、強いて整理すれば、化粧品が景気の繁閑の影響を受けやすい選択的支出品から必需品に転化した可能性が大きい。その意味では所得増加の効果と位置付けられよう。

(ロ) 分野別にみると、必ずしも同様の推移ではないとしても、個人消費が全体として2008年末以降、落ち込み、2009年末以降、回復した要因は何か。わが国をはじめ先進各国ではリーマンショック後、雇用情勢が悪化し、先行き不透明感が深まり、消費マインドが慎重化して個人消費が低迷した。ブラジルではどうか。

まず所得雇用情勢はどうか(図表3)。雇用情勢は2009年に入り、月を追って急速に悪化した。雇用者数は2008年には前年比70万人のハイペースで増加していたが、2009年6月は▲2万人、10月には▲6万人の減少に落ち込み、2010年に入って再びハイペースの増勢に戻っている。

一方、所得環境は雇用情勢を上回って悪化した。実質賃金は2008年には前年比6%前後のペースで増加していたが、2009年に入ってマイナスに転じ、8月に▲6.1%と大幅なマイナスに落ち込んだ。もっとも、2010年に入ると6%ペースの増勢に戻り、とりわけ7月には11%と2004年末以来の2桁増となった。

両者を合わせてみると、所得雇用情勢は2009年に入って急速に悪化し、年央から秋にかけて最悪期を迎えた。それに対して小売売上数量は、

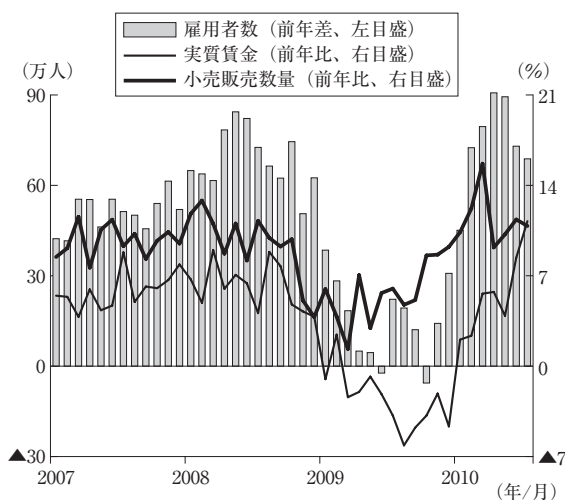
悪化と回復のいずれも所得環境や雇用情勢に先駆けた推移をたどった。まず2008年秋まで前年比10%のハイペースで増加した後、リーマンショック直後の11月から急速に増勢が鈍化した。しかし、2009年3月の前年比1.3%増をボトムとして、その後持ち直し、2009年秋以降、再び2008年秋までのハイペースの増勢に戻った。

所得雇用環境の変化は、個々人の予算制約に影響を及ぼし、個人消費を左右する。両者の因果関係から、変化の順番は所得雇用環境が先で、消費が後に続く筋合いである。しかし、ブラジルの場合、リーマンショック後の個人消費の推移は所得雇用環境の変化を先取りした動きである。因果関係が逆転している。この点に着目すると、所得雇用環境の変化は少なくとも昨年来の個人消費変動の主因ではないといえよう。

(ハ) それでは消費者マインドはどうか(図表4)。消費者信頼感指数はリーマンショックの直後の2008年10月から急速に悪化した。もっとも、同年12月から2009年2月を底に3月以降、一転して急速に改善し、V字型回復を果たした。

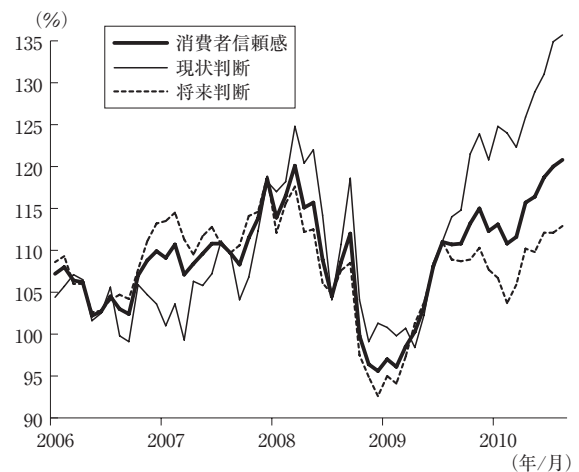
これは個人消費と整合的である。GDPペー

(図表3) 雇用者数と実質賃金、小売販売数量の推移



(資料) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

(図表4) 消費者信頼感指数の推移



(資料) Banco Central do Brasil "Boletim Relatório mensal"

スでみると、実質個人消費は2009年1～3月期をボトムに4～6月期以降回復に向かい、小売売上数量も2009年3月を底に4月以降持ち直してきた。しかし、所得雇用環境は上記の通り2009年春から秋にかけて一段と悪化しており、所得雇用環境と不整合である。

なぜ消費者マインドの動きは所得雇用環境と異なるのか。この点をチェックする前に、消費者マインドの動きについてやや細かく、すなわち、消費者信頼感指数を構成する現状判断と将来判断の二つに分けてみると次の通りである。

時期についてみると、まず悪化は、いずれも2008年10月から始まっており、同じである。しかし、改善は、将来判断は2009年3月から始まったのに対して、現状判断は5月からスタートしており、将来判断より2カ月遅れた。

次に2009年半ば以降の推移をみると、現状判断は2009年末から2010年初にかけて若干足踏みしたもの、今日までほぼ一貫して改善が続いている。さらにその水準をみると、2010年4月以降2008年3月の既往ピークを上回っており、これまではみられなかったほどの消費者マインドの強さが窺われる。それに対して、将来判断は2009年7月以降ほぼ一進一退の推移が続いている。2010年初には一時的に消費者マインドが翳る兆しがみられた。加えて、直近データの2010年8月でも依然として2008年前半の水準を下回る。現状判断に比べて消費者マインドの弱さが看取される。いわば、ブラジルの消費者は現状を大変良好と認識し、積極的な消費活動を続けているものの、今後の行方については不安心理が色濃く残存している状況といえよう。

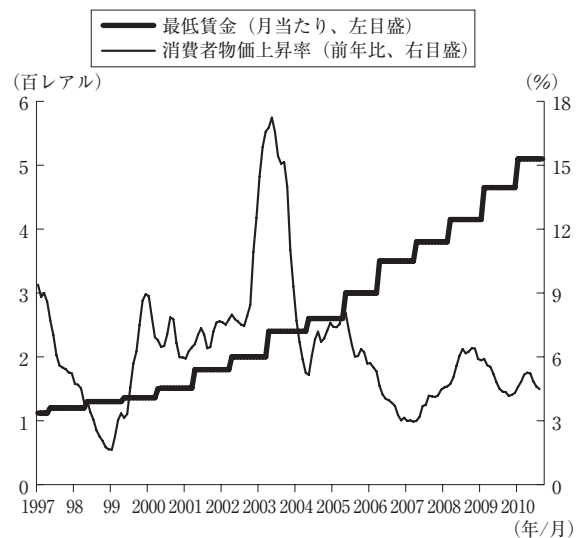
(二) それでは、現状判断と将来判断の違いを含め、ブラジルの消費者マインドが所得雇用環境と異なる推移をたどってきた理由は何か。主

な要因を指摘すれば次の通りである。

まず厳格な労働法制がある。そのため、雇用の解雇は難しく、企業業績や景気変動に伴う雇用調整は事実上不可能である。一人ひとりの雇い主からみれば、企業の業績が悪化したり景気が後退しても、それによって解雇されるなど自分自身の雇用に影響が及ぶというリスク・シナリオを視野に入れる必要性が薄い。そのため、雇用情勢と消費者マインドとは連動せず、雇用情勢を離れて消費者マインドが動く。

次いで着実な賃金上昇である。わが国を含め多くの国々では企業ごとに労働組合と交渉したり、個人と交渉するなど、個別交渉によって賃金が決定される。そのため、企業業績や景気動向が賃金増減を左右する。しかし、ブラジルでは事情が異なり、政府が大きな役割を担う。最低賃金の改定である(図表5)。これまで毎年、春に新たな最低賃金が決定されてきた。最低賃金が適用される対象は最底辺に位置するワーカーなど雇い主全体の一部に過ぎない。しかし、ワーカーの賃金が改定されると、より上位の職種でも、それに連動して賃金が改定される。

(図表5) 最低賃金と消費者物価上昇率の推移



(資料) Banco Central do Brasil "Boletim Relatório mensal"

こうした賃金改定システムが定着しているため、雇用者は企業業績や景気動向と自分自身の賃金を連動させて考える必要性が小さい。雇用情勢と同様である。

加えて改定率の引き上げがある。近年の推移をみると、2007年の8.6%、2008年9.2%から、リーマンショック後の2009年は12.1%へ改定率が引き上げられ、2010年も9.7%と高めの改定が行われた。さらに改定時期である。従来は4～5月に実施されていたが、近年、次第に前倒しされてきた。すなわち、2006年や2007年の4月から2008年に3月、2009年に2月となり、2010年には1月に改定された。

なお、この時期が現状判断と将来判断の違いとなった可能性がある。すなわち、2009年の賃金改定が2月に行われたことである。それを受けて将来判断は翌月の3月に改善に向かった。しかし、多くの雇用者にとって最低賃金の改定は経験則として今後の賃金上昇を期待させるのに過ぎず、現実には賃金が増えるどうか、さらにいくら賃金が増えるかは労使交渉次第である。交渉妥結を受けて現実判断が改善に向かった。その分、上昇の時期が将来判断より遅れた。

それでは、現状判断と将来判断のこのところの格差は何が原因か。所得雇用環境が消費者マインドに影響しないのであれば、将来判断も現状判断と同様に一貫して上昇する展開をたどる筋合いではないか。

この点では、国際情勢に対するブラジル人の認識の高さが挙げられよう。近未来の所得雇用環境は企業業績や景気動向に左右されない。しかし、ブラジル経済を巡る環境が様変わりとなれば、所得雇用環境の変化は避けられない。2009年秋以降の局面を振り返ってみると、まずギリシャなど南欧問題が、次いでドバイの債務問題が発覚した。さらに2010年に入ると、南欧

問題が深刻化したうえ、春以降、各国の景気対策効果が一巡する兆しが拡がって先行き不透明感が強まり、ブラジル経済への影響を懸念する見方が台頭した。

(ホ) 以上を要すれば、2009年初の消費減速は先行き不透明感の強まりを映じた生活防衛色の強い消費抑制が原因であり、2009年半ば以降の消費盛り上がりは、その反動に加えて、所得雇用環境の改善や最低賃金引き上げに代表される政府の積極政策が原動力となったと整理できる。

今後は展望しても、所得雇用環境が引き続き改善しており、さらに政府の積極的な支援政策が方向転換する兆しは見当たらない点を加味すれば、少なくとも当面、個人消費の力強い増勢が持続する公算が大きい。

4. 加速する資本形成

(イ) これまでブラジル経済は個人消費が成長の原動力となってきた。耐久財をはじめ消費財は総じて普及途上にあり、消費者の旺盛な購買意欲が盛り上がるなか、消費が拡大し、物流や商業、サービス業で雇用が増え、所得雇用情勢の改善が一段の消費拡大を促すという消費主導型経済成長である。

しかし、個人消費に依存した成長モデルにとどまる限り、成長スピードを巡航速度から高度成長へ加速させたり、力強い経済成長を中長期にわたって持続させることは難しい。それは消費の特質に起因する。需要サイドからみれば変動が小さく着実に増加する一方、供給サイドでは生産性の上昇が緩やかで、飛躍的に競争力を強化したり所得を倍増させることが難しいという特徴である。

そうした視点からみると、競争力の強化や成長ペースの加速、さらに持続的成長力の確保を

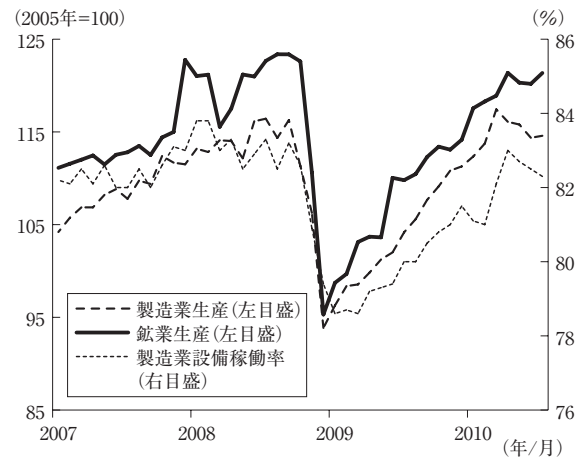
実現するためには、消費だけでなく、設備投資を通じた産業の高度化が欠かせない。このところの設備投資に牽引された経済成長ペースの加速に着目すると、産業の高度化への取り組みが奏功し始めたように見える。もっとも、前年の反動影響を重視すれば、そうした見方はやや楽観的に過ぎる懸念が払拭されない。

この点をどのように整理すべきか。どちらの見方が正しいかによって、ブラジル経済の今後の展開は大きく異なる。仮に産業の高度化が本格的に始動したのであれば、2010年代を通じてハイペースの成長を実現する可能性が出てきたことになり、逆に単なる反動によって嵩上げされた成長であれば消費主導の緩やかな成長をいつまで持続できるかが焦点になろう。以下では、こうした観点をベースに企業動向を起点とし、政府のインフラ整備まで含めて設備投資について整理してみた。

(ロ) 設備投資は景気が拡大して、業績が改善してキャッシュフローが増え企業サイドとして投資余力が生まれる一方、設備不足が深刻化に向かう、あるいは新たな市場拡大や需要の盛り上がりが見えて視野に入って本格的な増加局面を迎える。製造業に即してみれば、生産が増え設備稼働率が上昇して設備投資が増加する。それでは、このところの生産や稼働率はどうか(図表6)。

まず生産動向についてみると、鉱工業生産は2008年末を底として急回復した後、このところ回復に翳りが広がってきた。もっとも、鉱業と製造業で翳りの広がり方が異なる。すなわち、鉱業生産は2010年5月以降、一進一退の推移となっているものの、ほぼ2008年秋の既往最高水準を回復している。それに対して、製造業生産は2010年3月をピークに4月以降、弱含んでいる。

(図表6) 鉱工業生産と設備稼働率の推移



(資料) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

翳りが広がってきた主因は次の2点である。第1は反動影響の一巡である。リーマンショックによって多くの国々では経済が不測の混乱に陥り、深刻な景気後退に直面した。危機の打開に向け積極的な景気対策が相次いで打ち出され、各国とも景気は総じてV字型回復を果たした。しかし、景気対策の効果は、国内民需に火が着かない限り、一時的であり、景気浮揚効果の一巡に伴って回復力が後退し始めた。

第2は自国通貨高の影響である。とりわけブラジルの場合、リアル高が2009年春以降、大きく進行した。すなわち、為替相場の推移をみると、2008年末から2009年初の1リアル0.4米ドルから2009年秋には0.6米ドル弱へ半年で1.5倍弱上昇した。その結果、輸出品の競争力は低下し、輸入品の競争力が一段と強まった。加えて、中国との関係強化に伴い割安な中国製品の輸入が増加した。国内生産は逆風に晒され、国内生産を削減し輸入製品を増やす動きが広がった。

このように製造業分野では通貨高によって国内生産が深刻な打撃を被る。一方、鉱業分野では為替変動の影響を受け難い。鉄鉱石や原油など鉱業分野では資源偏在が強く、輸出余力を持

った国は数少ないためである。さらに近年、中国やインドをはじめ新興国が飛躍的成長を続けるなか、資源需給の引き締まりが世界規模で進行しており、このところ再び一次産品価格が上昇に向かう兆しが広がっている。一次産品は価格弾力性が低く、販売数量が減少しにくいいため、価格が上昇した分、手取り収入が増える。ブラジルの鉱業にとって新興国の台頭は順風といえよう。

次いで製造業の設備稼働率についてみると、生産の減速を受けて2010年4月をピークに5月以降、低下している。もっとも、歴史的にみれば高水準であり、依然として設備不足感は強い。加えて、上記の通り、所得雇用環境の改善が続き、国民の購買意欲が旺盛ななか、さらなる消費市場の拡大が見込まれる。こうした点も加味してみれば、稼働率がやや低下した点だけで設備投資が慎重化に向かうと見るのは早計に過ぎよう。今後を展望しても、企業の積極的な投資マインドが中期的に持続する公算が大きい。

なお、リアル高が続く、あるいはさらに一段のリアル高が進行するのであれば、製造業企業にとって生産拠点をブラジル以外に置き、ブラジルでは販売に注力するスタイルが賢明である。確かにこれまで、ブラジル政府はリアル高をはじめ金融為替市場の動向に対して静観の姿勢を堅持し、製造業企業サイドからのリアル高回避の要請に応じて来なかった。しかし、ブラジル政府が政策を転換した可能性が出てきた。9月15日、マンテガ財務相は政府系ファンドの活用を示唆し、リアル高を阻止に向けた措置を取ると言明した。

(ハ) ブラジルの場合、企業の投資マインドが旺盛なだけでは不十分である。産業インフラが未整備である限り、設備投資は盛り上がらない。

企業サイドからみれば、投資リスクが過大となり、投資を先送りせざるを得ないためである。

仮に魅力的な鉱山や農地があり、有力な工業団地の建設計画があっても、物流網が途切れていけば搬出できないし、電力網が脆弱であれば自家発電設備が欠かせず採算に乗らない。物流網の整備は、とりわけ内陸部で重要な問題である。ブラジルは国土が広く、多くの地域は沿岸部や主要河川から遠い。

そのため、ブラジルでは、物流網の整備や電力施設の拡充など、インフラ建設の重要性がこれまでも長らく指摘されてきた。すでにインフラ整備の遅れが経済成長を阻害するとの認識は広く共有されている。政府は積極的にインフラ整備に取り組んできた。もっとも、進捗ペースは緩やかなものにとどまり、加速する兆しは見当たらず、少なくとも当面、ブラジル経済が成長制約を克服する可能性は小さいとの見方も有力だった。広大な国土より、むしろ資金不足が障害だった。インフラ整備計画が事後に下方修正されるケースも少なくなかった。

しかし、このところ情勢が大きく動き始めた。近年の経済成長に伴う歳入増に加え、海外からの資本流入が加速して資金面の障害が次第に後退した。

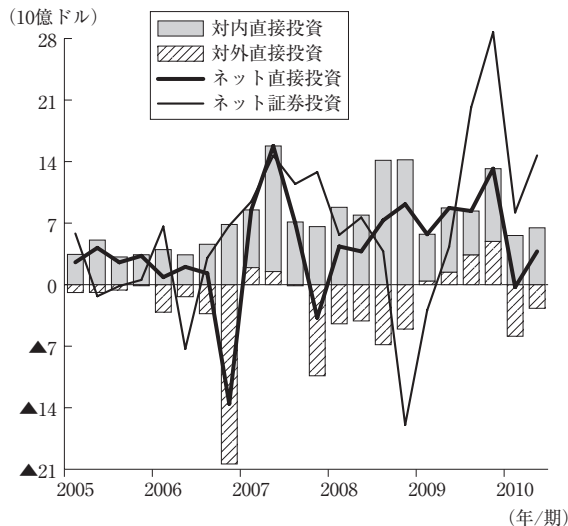
まず直接投資である。総じて新興国では国内貯蓄が少ない。そのため、海外資本へ依存する傾向が強いものの、中国を除くと、これまで新興国へ海外資本が流入するケースは限定的だった。背景には、新興国経済の基盤は脆弱であり、先行きは不透明との見方が支配的であったという事情が指摘されよう。

しかし、新興国経済に対する見方が次第に修正され、積極的評価が広がるのに伴い、可及的速やかに新興国市場へ進出し橋頭堡を確保しようとする動きが強まった。インフラであれば電

力や鉄道をはじめ規格を握った企業が全土にわたって優位に展開できる一方、消費財であれば、国民各層へブランドを浸透させることで市場支配力を確保できる、いわゆる先行者利潤を手に入れることができるためである。

そうしたなか、ブラジルの対内直接投資は2005～2006年の200億ドル弱から2007年に346億ドル、2008年に451億ドルへ急増した（図表7）。2009年は、2008年に比べるとリーマンショックの影響で減ったものの、依然として259億ドルと2005年に比べれば倍の水準であり、2010年に入った後もほぼ同様のペースで推移している。

（図表7）対内対外直接投資と証券投資の推移



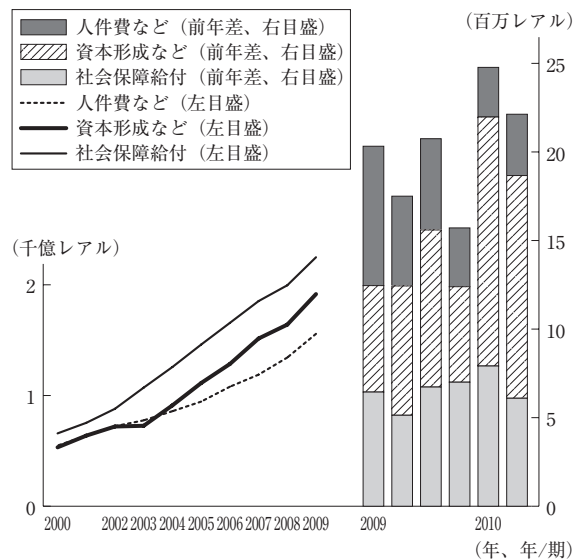
（資料）Banco Central do Brasil “Boletim Relatório mensal”

証券投資も好調である。ネットベースで見ると、2005年の49億ドルから2006年に91億ドル、2007年に484億ドルへ急増した。2008年は一次産品下落やリーマンショックで低迷したものの、2009年には503億ドルと既往最大を記録した2007年を上回り、2010年入り後も2009年とほぼ同様のペースで流入が続いている。

直接投資や証券投資は、企業の設備投資や個別プロジェクトも含まれるため、必ずしもイン

フラ投資だけではない。それらに対して、政府の公共投資関連支出は大半がインフラ投資に向かう。そこで連邦政府支出をみると、公的資本形成等向け支出が、現ルーラ政権発足後、ハイペースで増加してきた（図表8）。2003年まで7,000億リアル前後にとどまっていたものの、2004年から急増して2009年は1兆9,000億リアルと2003年から6年間で3倍弱に達した。さらに2010年に入り、インフラ整備に向けた支出の増勢に一段と拍車が掛かってきた。四半期ベースで前年差をみると、2009年の平均63億リアルから2010年上半期には133億リアルへ増勢が倍増している。

（図表8）主要歳出の推移



（資料）Banco Central do Brasil “Boletim Relatório mensal”

なお、連邦政府の支出をみると、現政権の特徴が端的に表れている。政府支出を公共投資関連と社会保障関連、その他人件費等の三つに大別すると、かつて三つの支出規模はほぼ拮抗していた。例えば前政権末の2002年をみると、最大は社会保障関連の880億リアル、次いで公共投資関連の720億リアル、最小がその他人件費

等の711億リアルであった。しかし、ルーラ政権が発足した2003年以降、3支出がそれぞれほぼ3分の1ずつ占めるというそれまでのバランスが崩れた。

まず社会保障関連支出が急増した。中心は貧困層向けの支援策、いわゆるボルサ・ファミリア (Bolsa Família) である。ルーラ政権が創設した貧困世帯への所得補助制度であり、社会の安定や政治統合の推進に加え、消費市場の拡大やリーマンショック後のV字型回復、さらに就業促進を通じて個別世帯として、また地域や一国経済として所得の増加や経済成長を実現する基盤という機能も果たしている。次いで、上記の通り、公共投資関連支出が増えた。

その結果、シェアも変化した。2009年の支出規模をみると、最大は社会保障関連の2,249億リアルで歳出全体の4割、次いで公共投資関連が1,916億リアルで3割強、最小はその他人件費等の1,517億リアルで全体の4分の1である。

(二) それでは、ブラジルのインフラ整備はどのような分野で進められているか。そこで、政府のインフラ整備計画、すなわち、“Programa de Aceleração do Crescimento (成長加速プログラム) ”、通称PACと呼ばれる計画について整理してみた (図表9)。

まず規模についてみよう。PACは、すでに2007年からスタートしており、2010年まで、いわゆる第2期ルーラ政権が掲げる看板政策として打ち出された。もっとも、規模は小さく、2007年は1,120億リアルにとどまった。2008～2010年は総額3,919億リアル、年平均1,306億リアルに増加したものの、GDP比率は2007年から10年まで4%であった。

しかし、2011年から始まる第2期のPACでは大幅な増額が計画されている。金額は2011～2014年の総額で9,550億リアル、年平均2,385億リアルで第1期から倍増する。GDP比率も第1期の4%から6%に増える。

(図表9) ブラジル政府のインフラ整備計画

(億リアル、%)

	PAC1計			PAC2計		
	2007年	2008～2010年	2011～2014年	2015年～		
合計	5,039 (100.0)	1,120 (100.0)	3,919 (100.0)	9,550 (100.0)	6,314 (100.0)	15,864 (100.0)
エネルギー	2,748 (54.5)	550 (49.1)	2,198 (56.1)	4,616 (48.3)	6,269 (99.3)	10,885 (66.3)
石油・天然ガス開発	1,790	359	1,431	2,819	5,932	8,751
発電	659	115	544	1,137	229	1,366
送電	125	43	82	266	108	374
再生可能エネルギー	174	33	141	27	—	27
交通インフラ	583 (11.6)	134 (12.0)	449 (11.5)	1,045 (10.9)	45 (0.7)	1,090 (6.9)
高速道路	334	81	253	484	20	504
鉄道	79	17	62	439	21	460
造船	106	18	88	18	—	18
港湾	27	6	21	48	3	51
空港	30	9	21	30	—	30
水運	7	3	4	26	1	27
社会資本	1,708 (33.9)	436 (38.9)	1,272 (32.5)	3,889 (40.7)	—	3,889 (24.5)
住宅建設	1,063	275	788	2,782		
水道・公衆衛生	400	88	312	561		
灌漑など	127	23	104	251		
農村電化	87	43	44	55		
地下鉄	31	7	24	240		

(資料) ブラジル政府 “Programa de Aceleração do Crescimento”

(注) ()内は合計に対するシェア。

次いで内訳はどうか。第1期と対比してみると、第2期PACの特徴は次の通りである。第1はエネルギー偏重の見直しである。プロジェクト総額に占めるエネルギー分野のシェアをみると、PAC1が55%と過半を占めていたのに対して、PAC2は48%と依然として大きなシェアを占めるものの、過半を割り込む。

今日でもブラジルにとって石油・ガス開発が最重要政策の一つであることに何ら変化はない。一昨年発見されたりオデジャネイロ沖合の海底油田が当初の計画通り2年後に採掘が始まると、石油自給体制が確立される。石油危機で高度成長が突然終了し、飛躍する経済から80年代累積債務国へ転落し、90年代ハイパーインフレに陥った苦難の歴史を辿ってきた。それだけに、石油自給は悲願であり成長戦略の柱であって、エネルギー安保を実現する国家的目標である。

しかし、エネルギー分野で成長を阻害するボトルネックは、むしろ発電所の増設や送配電網の増強など電力供給体制の強化にある。PAC1では手薄だったものの、PAC2で大幅に拡充される計画である。発電の増強はPAC1の659億リアルからPAC2で1,137億リアルへ、送電網の整備はPAC1の125億リアルからPAC2では266億リアルに倍増する。

第2は交通インフラでの重点分野の見直しである。PAC1では高速道路網の整備がプロジェクト予算の6割と過半を占めた。しかし、PAC2では高速道路網と並び鉄道網の整備が重点分野とされる。プロジェクト予算に占めるシェアは鉄道網が42%を占め、高速道路網の46%にほぼ比肩する。電力供給体制の強化や物流網の整備は、とりわけ内陸部の振興に役立つ。貧困地域の底上げは単なる経済政策にとどまらず、社会的・政治的意味合いも強い。ルーラ大統領は貧しい北東部のベルナンブーコ州出身であり、現

政権にとって内陸部の経済振興は重要な政策課題である。

第3は社会資本整備の強化である。プロジェクト予算に占めるシェアはPAC1の34%からPAC2では41%へ大きく拡充される。予算規模が大きい対象は新たな住宅建設、スラム街を無くす都市再開発であるが、様々な施策が盛り込まれている。主な施策を分野別にみると、医療施設の拡充や上下水道の整備などの公衆衛生の増進、託児所・幼稚園の増設や校内施設の整備など基礎教育の充実、治安強化や暴力排除による住民の安全確保、都市内交通の整備や道路舗装の推進による都市の利便性向上などが指摘される。こうした点に即してみれば、インフラ整備の重点がエネルギー安保や経済成長から次第に国民生活の向上に拡がり始めているといえよう。

なお、2010年10月、ブラジルでは大統領選挙が実施される。憲法の規定上、ルーラ現大統領は出馬できないなか、事実上、与野党候補二人による選挙戦が戦われている。すなわち、与党労働者党のジルマ・ロウセフ候補と、野党ブラジル社会民主党のジョゼ・セーハ候補である。与党のロウセフ候補がやや有利との見方もあるものの、両者に対する国民の支持はほぼ互角であり、予断を許さない。

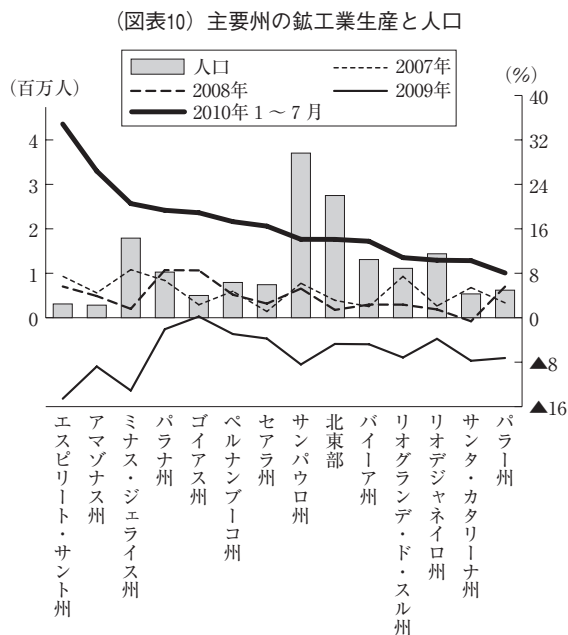
それでは仮に野党のセーハ候補が当選した場合、インフラ整備計画をはじめ現政権の路線が転換される可能性はどうか。まず現時点で、経済成長を実現した今日の経済政策に対して圧倒的多数が支持している。ちなみに、2010年8月の世論調査によれば、ルーラ大統領に対する支持率は9割に上る。この点に着目すれば、仮に野党候補が勝利しても路線転換は困難であり、どちらの候補が新大統領に就任してもインフラ整備計画は現計画に沿って推進される公算が大

きい。

(ホ) インフラ整備の進展はすでに地域経済の発展という果実をもたらし始めている。従来、ブラジル経済の牽引役はサンパウロ州やリオデジャネイロ州など南東沿岸の都市圏であった。ブラジルでは人口の都市集中がすでに進行しており、サンパウロ州の人口は総人口22%、リオデジャネイロ州は9%であり、隣接する両州で3割を占める。

しかし、このところ両州を上回るペースで成長する地域が相次いでいる。州別に2010年1～7月の鉱工業生産の前年比増加率を対比してみると、サンパウロ州は第8位と中位に、リオデジャネイロ州は下位に位置しており、第7位までの各州を整理すれば次の通りである（図表10）。

まず地域的に分けると、両州周辺だけでなく、北東部や中西部、さらに北部と内陸に広がる兆しがみられる。そのうち両州周辺では3州あり、



(資料) Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
(注) 人口のみ左目盛。

2010年1～7月の鉱工業生産の前年比増加率が第1位のエスピリート・サント州はリオデジャネイロ州の北に接する沿岸州、第3位のミナス・ジェライス州は両州ならびにエスピリート・サント州の内陸に位置し、第4位のパラナ州はサンパウロ州の南に接する沿岸州である。次いで北部では州都マナウスを擁するアマゾン川中流域のアマゾナス州が第2位である。第5位のゴイアス州は中西部に位置し、首都ブラジリアを囲む。第6位のペルナンブーコ州と第7位のセアラ州は北東部の沿岸州である。

次いで各州が台頭してきた主因を3点指摘すると次の通りである。

第1は海底油田、海底ガス田開発の本格化である。上記リオデジャネイロ沖合のトゥピ油田をはじめとして、近年、有力な油田が相次いで発見され、開発に拍車が掛かった。エリアは広い。トゥピ油田が位置するサントス海盆はリオデジャネイロ州沖合いから南へサンパウロ州やパラナ州を経て、サンタ・カタリーナ州の沖合い、すなわち、ウルグアイとの国境近くまで広がる。一方、サントス海盆の北にはカンポス海盆、さらにエスピリート・サント海盆が連なる。ブラジル南西部から北西部の沿岸部は海底油田と海底ガス田の宝庫として一躍世界の注目を浴び、外国資本も参入して開発競争が激化している。さらに北東部のペルナンブーコ州やセアラ州では海底油田はないものの、石油精製基地の建設が進み始め、油田開発のメリットを享受している。

2010年9月、ブラジル政府は次の発表を行った。まず、トゥピ油田の推定埋蔵量は50億～80億バレルとされ、米州で過去30年に発見された油田として最大である。次に、トゥピ油田に隣接するリブラ油田の推定埋蔵量は70億～80億バレルに上り、トゥピ油田に匹敵する可能性があ

る。さらに、エスピリート・サント州からサンタ・カタリーナ州にかけての沿岸800キロメートルに及ぶ海底油田群の推定埋蔵量は500億バレルを上回る可能性がある。

第2はPACプロジェクト、すなわちインフラ整備計画の推進である。電力網や物流網の整備が進展した結果、ベルナンブーコ州やセアラ州の沿岸諸都市が鉄鉱石や農産品の輸送基地として成長する一方、FTZのマナウスをはじめ内陸都市で工業生産が拡大するなど、両州以外で成長が加速した。

第3はブラジル経済の今後の成長を先取りしようとする動きである。所得水準の上昇や中間層の増大に伴い、高級品を含め消費市場が拡大している。今後を展望しても、資源国のメリットを享受し、さらなる発展を遂げる公算が大きい。そうした期待が膨らんだ結果、このところリアルが一段と強含み、ブラジル国内での工業生産に対する逆風が一層強まってきた。しかし、消費市場の成長に加え、今後の拡大が期待される周辺各国への拠点としてブラジルに参入し工場進出しよう、あるいは一段と生産力を強化しようとする動きが、とりわけ消費市場の中心である両州周辺で強まっている。

5. 小さい先行きリスク

(イ) 以上を要すれば、現下のブラジル経済は、かつてのような単発エンジンではなく、複数の強力なエンジンによる成長モデルに移行しつつある。かつては中間層の拡大と強力な政府の貧困層対策による購買力に支えられた消費主導型成長であり、成長ペースは緩やかだった。今日では、まずインフラ整備が単なる需要増に加え、競争力強化や生産性の向上が成長ペースを引き上げる。次いで資源開発の本格化が設備投資の拡大に拍車を掛け、さらに成長加速期待が海外

からブラジルへの資本流入を拡大させて、成長ペースが一段と加速する。

成長ペースが加速すると、電力や物流、上下水道など、インフラ制約が再び深刻化しよう。しかし、資金制約の問題がない限り、インフラ制約は有力な投資案件と同義であり、さらなる需要増と生産性向上、すなわち一層の経済発展に繋がる。少なくとも当面、ブラジルが資金制約の問題に陥る懸念は小さい。ブラジルでは、投資が投資を呼ぶ高度成長の再来が視野に入った公算が大きい。

(ロ) それでは、ブラジルに死角はないか。強いて探せば皆無ではない。例えば、内陸の振興問題がある。上記の通り、すでに成長軌道に乗り始めた地域も少なくない。しかし、アマゾン川河口に位置するパラ州では2010年1～7月の鉱工業生産の増加率がブラジル最低にとどまっているなど、すべての地域が成長路線に乗る段階には依然として至っていない。そうした地域は有力な地下資源が発見されていない、あるいは開発に不向きな風土であるなど、問題を抱えるエリアも少なくない。そうしたなか、今後どのように開発を進め、経済成長のメリットを全土、全国民に均霑させていくかという課題は容易に克服することは難しい。

一方、製造業、とりわけ金型産業や部品産業の育成も難しい問題である。ブラジル経済は消費主導型成長軌道をたどる一方、産業構造からみると、第二次産業化をスキップしてサービス産業化が進み、製造業の基盤が強くない。そうした情勢下、リアル高や中国製品の流入に伴い、労働集約型製造業が苦境に陥っているケースも少なくない。消費市場の拡大や経済発展のメリットを海外に漏出させず、国内の雇用増加に繋げるために、製造業を発展させ雇用の受け皿を

拡大させようとする政策は、少なくともこれまでの処、大きな成果を挙げるには至っていない。

もっとも、そうした問題を過大視する必要はないかもしれない。まず地域によって成長ペースが異なる問題については、地域間格差が拡大すると、成長性が高く、より豊かな生活ができる地域に移動する傾向は国を問わず看取される。次いで製造業基盤の弱さについても、ブラジル周辺に強力な製造業エリアが見当たらないなか、外資を含め、成長期待から生産拠点の新設や強化が進むと、東アジアや東南アジアで近年、観察される通り、次第に技術移転が行われ、競争力が強化される可能性が大きいためである。

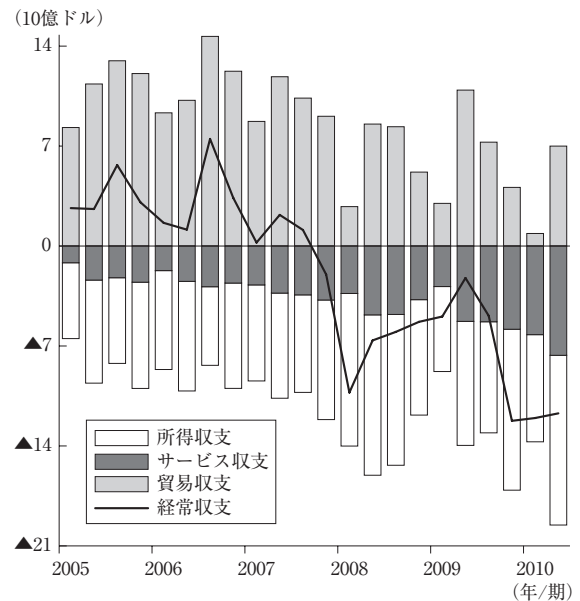
企業や個人が短期利潤主義に偏った地域である場合、そうした可能性が現実に結実する展開は期待薄である。しかし、とりわけ近年のブラジルに、そうした懸念は小さい。やや中期的視点からみれば、製造業の問題も克服に向かう展開が期待されよう。

(ハ) マクロ的視点からブラジルが直面する問題を探すと、経常収支赤字がある。ブラジルの経常収支は2007年10～12月期以降赤字に転じた(図表11)。その後、期によって振れはあるものの、次第に赤字幅が拡大し、2009年末以降、四半期ベース▲120億ドル規模で推移している。

それは単なる対外バランスの問題にとどまらない。経常収支の赤字幅が拡大すると、外貨繰りが逼迫に向かう、あるいは国内の資金不足が拡大して海外からの資金流入に対する依存度が上昇したり長期金利が上昇するなど、資金フローや金融市場に動揺を与える懸念があるためである。

もっとも、ブラジルの場合、深刻度は小さい。経常収支を貿易収支とサービス収支、所得収支の三つに分けてみると、まず貿易収支ではやや

(図表11) 経常収支の推移



(資料) Banco Central do Brasil “Boletim Relatório mensal”

黒字幅が縮小したものの、引き続き黒字基調が維持されている。次いでサービス収支についてみると、ブラジル人の海外旅行の増加に伴って趨勢的に赤字幅が拡大している。

しかし、それは2007年秋以降、経常収支が赤字に転じた主因ではない。主因は所得収支にある。

そこで所得収支の推移を細かくみると、GMやVWなど欧米自動車メーカーや欧米金融機関などによる海外送金が大幅に増加した結果、所得収支の赤字幅が2007年10～12月期以降大きく拡大した。当時を振り返ってみると、欧米各国では2007年7月のサブプライム・ショックによって国内市場が深刻なダメージを被り、大手自動車メーカーや金融機関は業績悪化に直面していた。

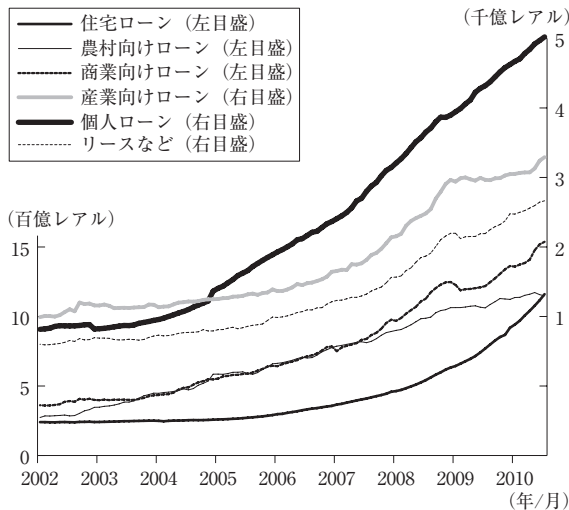
翻ってブラジル市場をみると、自動車販売は好調に推移してきた。販売台数は2004年まで150万台前後で一進一退だったものの、2006年から急増し、2007年に246万台、2008年は282万

台、2009年には314万台と5年で倍増した。

加えて、自動車をローンで購入するケースが多く、金利水準も低くないことから金融機関の業績も一段と改善した。ちなみにブラジル商業銀行の貸出残高をみると、近年、とりわけ自動車ローンを含む個人ローンが際立って増加している（図表12）。2008年末以降、リーマンショックの影響に直撃され、伸び悩みがみられる商工業向けローンやリースとの違いが、このところ一段と鮮明に看取される。

実に形成され、安全保障面でも平穏な地域である。国内の所得格差は依然大きいものの、多くの国々で看取される人種差別や社会的疎外の問題はほぼ皆無である。現政権のボルサ・ファミリア政策によってブラジル社会の融和と安定が増進されるなか、資源開発が本格化し、資本流入が拡大し、製造業分野を含め設備投資やインフラ整備に拍車が掛かり始めた。消費主導型から投資牽引型へ成長モデルがバージョンアップするなか、ブラジル経済は再び高度成長期を迎えつつある。

（図表12）銀行貸出残高の推移



(2010. 9. 24)

（資料） Banco Central do Brasil “Boletim Relatório mensal”

このようにみると、所得収支の赤字幅拡大は欧米企業の緊急避難的な本国送金に起因する現象であり、ブラジル消費の力強さを示唆する動きといえよう。加えて、サービス収支の赤字幅拡大は海外旅行の増大が、一方、貿易収支の黒字幅縮小は旺盛な内需を映じた輸入増加がそれぞれ主因である。要すれば、経常収支の赤字幅拡大は、欧米企業の危機対応とブラジルの強い内需の帰結であり、問題視する必要は小さい。

（二）南米は、ブラジルを盟主とする体制が着