

ブラジルは本当に最悪期を過ぎたのか

～外需頼みには限界がある中、先行き不透明な状況は不変～

発表日：2014年2月28日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

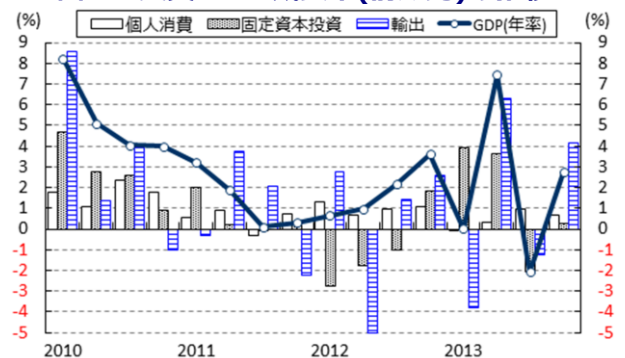
(要旨)

- 2013年の経済成長率は前年比+2.3%に加速し、うち10-12月期も前期比年率+2.8%とプラス成長になるなどブラジル景気は底入れしたかに見える。しかし、近年の景気のけん引役であった内需を取り巻く状況は厳しく、先行きも内需が急速に回復して景気拡大を促す展開は想定しにくいと予想される。
- 一方、足下では先進国景気の回復などによる外需拡大が景気を押し上げているが、典型的な「資源国型」の外需構造にあることを勘案すれば、その回復力に期待することは難しい。生産性の足かせ解消への有効な手立ても講じられておらず、今年通年の経済成長率は前年比+1.8%と昨年を下回ると予想する。

《景気のけん引役は内需から外需にシフトするも、潜在的风险は残る中、不透明な展開は変わらないと予想》

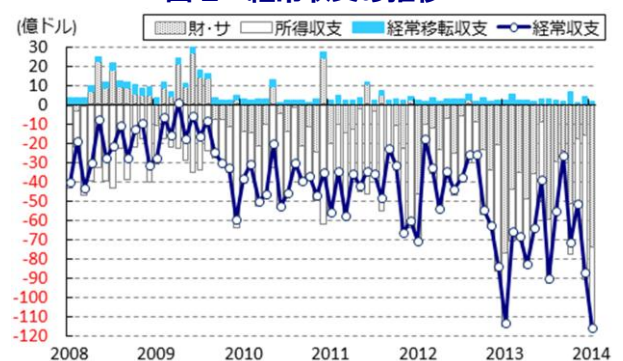
- ブラジルの2013年の経済成長率は前年比+2.3%となり、前年(同+1.0%)から加速するなど景気は底入れしたかに見える。事実、10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と前期(同▲2.1%)から2四半期ぶりにプラス成長に転じるなど、リセッション入りを免れている。景気は最悪期を脱したと見ることも出来るものの、依然として勢いは乏しい展開が続いている上、先行きのブラジル経済をみた場合に楽観視出来るほど状況は好転しているとは考えにくい。近年、ブラジル経済のけん引役は個人消費を中心とする内需であったものの、足下ではインフレの長期化やこの抑制に向けた金融引き締めの影響で内需は影を潜める一方、米国をはじめとする先進国景気の回復や通貨レアル安による価格競争力の向上を背景とする外需回復が景気を下支えしており、景気のけん引役は交代を余儀なくされている。内需を取り巻く環境は先行きもすぐに好転していくとは考えにくく、ブラジル経済がこのまま浮揚していく姿は描きにくいのが実情と言える。その背景には、国際金融市場を取り巻く環境の変化とブラジル固有の問題としての構造的な脆弱性が挙げられる。ブラジル経済を巡っては常にインフレ抑制が課題とされ、足下ではピークアウトの兆候が出ているものの、依然として中銀が定めるターゲット(4.5±2.0%)の中央値を上回る水準で推移している。今年は引き続き公務員の最低給与の引き上げに加えて、公共料金の引き上げも見込まれるなどインフレ圧力に繋がる要因が多く、景気は力強さを欠くにも拘らずインフレが常態化する「スタグフレーション」が懸念される状況には変わりがなく、当面は金融引き締め局面の継続も予想される(詳細は2月27日付弊社レポートWorld Trends『ブラジル中銀、景気への配慮が必要と判断』を併せてご参照ください)。国際金融

図1 実質GDP成長率(前期比)の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図2 経常収支の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

市場では米国による金融政策の「正常化」に向けた動きが世界的なマネーの縮小に繋がるとの見方があるなか、慢性的な経常赤字を抱え、近年は赤字幅の拡大が続くなど海外資金への依存度が高いブラジル経済には資金流入が期待しにくく、景気の足かせになることが予想される。ブラジルの金融部門は資金調達を海外資金に依存している上、外資系金融機関の存在感も高いため、金融市場の動揺は直ちに国内金融市場に悪影響を与える傾向がある。先行きは6月に開幕を控えるサッカーW杯関連のインフラ投資などの活発化が一時的に景気を押し上げる期待はあるが、物価高と金利高が並存し、内需回復の見込みが立ちにくい状況で設備投資意欲が高まるとは考えにくい。こうした事情を勘案すれば、ブラジルの内需を取り巻く状況がすぐに好転していくとは見通しにくい状況と言える。

- 他方、米国をはじめとする先進国景気の回復は足下で輸出拡大を促しており、これは先行きも景気の底離れに繋がるとの見方がある。しかし、近年におけるブラジルの輸出拡大の原動力は中国の高成長による資源価格の高騰に拠るところが大きいため、典型的な「資源国型」の外需拡大であったことに留意する必要がある。結果、中国経済の減速などを背景に資源価格は調整したことで交易条件は2011年後半をピークに低下しており、足下ではピークを1割以上下回る水準に留まっている。他方、ブラジルは国内で消費

される財・サービスの付加価値に占める自国内生産の割合が極めて高い国の一つであるが、これは国内の製造業などが極めて閉鎖的かつ硬直的であり、国内に出回る財・サービスの大半が国内製品に限られていることが影響していると考えられる。こうしたことは輸出産業にも影響を与えており、その付加価値の大半を国内で生産していると思われ一方、割高な製品になっている可能性が高く、価格競争力に乏しい産業になっているものと思われる。さらに、ブラジルのGDPに占める輸出の割合は10%強に過ぎず、同国経済の外需依存度は他の新興国などに比べても低いことから、輸出が景気をけん引する力は乏しく、景気浮揚に大きな役割を果たすとは想像しがたいと言える。また、このところの通貨

レアルの対ドル相場は世界金融危機直後の最安値水準に達しており、一見すると輸出競争力の向上に繋がっていると見込まれるが、インフレの影響で実質実効為替レートは足下でも依然世界金融危機後より2割近く高い水準にあることには留意する必要がある。一方、ブラジル国内の生産能力を高めるには絶対的に不足しているインフラの充足に加えて、国内における手続の煩雑さや複雑な税制、労働法制の硬直さといったいわゆる「ブラジル・コスト」の低減

が不可欠と考えられるものの、現政権はこの点において有効な手立てを講じておらず、この点は先行きもブラジル経済のボトルネックとして残ることが予想される。こうした状況を勘案すれば、先行きもブラジル経済が急激に勢いを取り戻して景気拡大を実現するとは想定しにくく、年後半にはサッカーW杯関連のインフラ投資の一巡が景気の重石になることも見込まれ、当研究所では2014年通年の経済成長率は前年比+1.8%と昨年を下回る伸びに留まると予想する。

図3 交易条件指数の推移



図4 通貨レアルの実質実効為替レートの推移

