

## ブラジルを取り巻く「〇重苦」

～マイナス成長も懸念されるなか、政権を取り巻く環境も厳しくなる～

発表日：2015年2月25日(水)

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)

- 近年の中国など新興国の経済成長は資源高を通じてブラジル経済の追い風となってきたが、中国の構造転換などにより世界的な資源安基調が強まるなか、同国経済は大きく変調している。足下では大干ばつに伴う電力不足も生産の足かせをなせるなか、同国経済は低迷を脱する手立てをなかなか見出せずにいる。
- 世界金融危機後の世界的なマネーの動きの変化に加え、「ブラジル・コスト」は海外資金の足かせとなり、経済のけん引役である内需の足かせになっている。一方、足下では高インフレと金融引き締めも内需の重石となる状況にある上、ファンダメンタルズも悪化基調を強めており、海外資金の回帰は見込みにくい。
- ルセフ政権 2 期目は財政健全化を前進させており、この点は評価出来る。一方、それに伴う景気減速は避けられず、今年は上述の要因も重なり 5 年ぶりのマイナス成長になると予想される。国営石油公社に絡む汚職問題では与党労働党の関与も指摘され、政権支持率の急落を招いている。数多くの困難が一挙に押し寄せることで景気低迷の長期化も懸念されており、政権を取り巻く環境は一段と厳しくなるであろう。

### 《資源安が景気を圧迫するなか、干ばつに伴う電力不足も新たな景気の下押し要因となる懸念が高まっている》

- 2000 年代を通じて、中国を中心とする新興国経済の成長による世界的な鉱物資源に対する需要拡大とそれに伴う資源価格の上昇は、輸出の半分以上を鉱物資源など一次産品に依存するブラジル経済の追い風となってきた。しかし、一昨年誕生した習近平政権の下、中国経済は構造改革を進める一方で景気減速を容認する姿勢を強めており、世界的な資源需要の鈍化基調が鮮明になったことで、商品市況には調整圧力が掛かりやすくなっていた。そうした状況において、昨年後半以降は需給両面からの圧力に伴い原油市況が急落したことで商品市況は全面的に下落基調を強めることに繋がった。足下では原油相場に底打ちの動きが出つつあるが、依然として原油相場は前年を大きく下回る水準に留まっており、これによる交易条件の悪化が止まらないなか、国民所得の下押し圧力となることで景気の足を引っ張っている。さらに、同国の油田は大半が海底油田であるために他の産油国に比べて採算水準が高く、近年は代替燃料であるバイオエタノールの生産及び普及の拡大を通じて産業化を進め、足下では一大輸出産業に育成した経緯があるものの、昨年来の原油価格の急落によりその採算性は急速に悪化している。また、同国では昨年来「80 年ぶり」とも評される大干ばつが続いており、首都サンパウロのほか、最大都市リオデジャネイロなどの南部のみならず、北東部や中西部でも水不足に見舞わ

図 1 ブラジルの交易条件指数の推移



図 2 鉱工業生産の推移

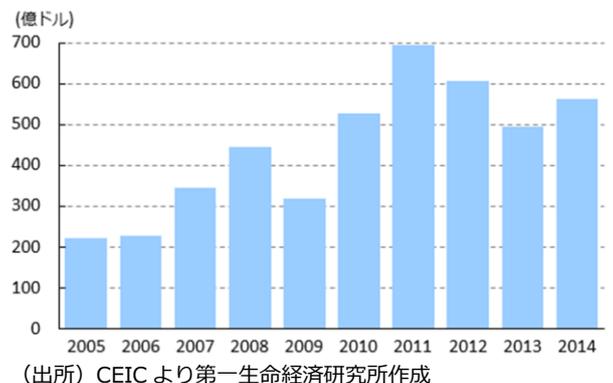


れるなか、発電量の7割強を担う水力発電の稼働率低下が深刻化している。先月19日には南部を中心とする11州にも及ぶ大規模停電が発生する事態となるなど、深刻な電力不足による影響が顕在化している（政府は停電の理由を『技術的要因』としているが、その詳細は不透明なままである）。昨年夏に開催されたサッカーW杯では、開催に伴う休暇拡大で一時的に生産に下押し圧力が掛かるとの懸念が出る一方、その後は回復感が強まると見込まれていた。しかし、上述のように複合的な要因が重なったことで足下の鉱工業生産は低迷状態を脱することが出来ていない。同国では2001年に水不足に伴う電力不足が直撃した結果、同年の経済成長率は前年比+1.3%と前年（同+4.3%）から大きく落ち込んだ経緯がある。隣国アルゼンチンから電力輸入を行うことは可能であるものの、その余地は限定的である上、短期的に気候が劇的に改善する見込みが低いことを勘案すれば、政府は火力発電の稼働率向上に動くことは避けられないであろう。同国では火力発電所ごとに稼働コストに大きなバラつきがあるなか、コストが低い順に稼働が進められる仕組みであり、当該コストは電力価格に転嫁されることで価格上昇に繋がりがやすい。一昨年に同国中に拡大した反政府デモを巡っては、バスをはじめとする公共料金の引き上げがきっかけであったため、国民の多くは電力価格などの動向に敏感になりやすい。原油安やそれに伴う天然ガス価格の低下はコスト増圧力を相殺すると期待されるものの、慢性的なインフレに直面する同国にとって電力不足は新たな「悩みの種」となっている。

### 【外部環境の変化に加え、ファンダメンタルズの悪化も収まらず、景気への下押し要因は多々くすぶっている】

- 近年のブラジル経済は、世界的な「カネ余り」を追い風に海外からの資金流入が活発化して国内信用の拡大が促されるとともに、それに伴う個人消費や不動産をはじめとする投資の拡大を背景とする旺盛な内需は成長のけん引役となってきた。しかし、世界金融危機による世界的に起こった「未曾有」の信用収縮を経ることにより、同国を取り巻く海外資金の状況は変化した。元々、同国への流入が続いてきた海外資金の多くはスペインなど南欧系金融機関が占めており、世界金融危機やその後の欧州債務問題を経て資金の出し手である金融機関の資金繰りが厳しくなったことは、同国への資金の流れを大きく変える一因になった。なお、世界金融危機後は中国が実施した大規模景気対策が文字通り世界経済を急速に押し上げるとともに、中国による資源の『爆食』はこれらを輸出する「資源国」経済の押し上げに繋がった。こうした動きは2010年の経済成長率が前年比+7.5%となるなど、ブラジル経済の劇的な回復を促す原動力になったと考えられる一方、景気減速の際に直視すべき同国経済の抱える課題解決の道を遠ざけたと考えることも出来る。同国経済を巡っては、2億人を上回る人口を有する上、その若年人口の割合が高く中期的にも安定的な人口増加が見込まれるなか、近年は旺盛な内需が経済成長のけん引役となってきたことから、今後は消費市場としての成熟が期待される。その一方、生産拠点としての同国は海外企業にとっては異なる側面を有している。ここ数年は大幅な賃金上昇圧力が高まるなか、労働者保護の色合いが強い硬直的な労働法制に加え、新興国のなかでも随一とされる福利厚生制度の影響で労働コストの急上昇が避けられなくなっており、海外企業にとっては同国進出に二の足を踏ませる一因になっている。さらに、一部地域では税制恩恵を付与するなど企業進出のインセンティブはあるものの、海外との取引に掛かる関税が複雑な上、国内においても連邦税と州税、市税などが複雑に入り

図3 直接投資流入額の推移



組むなど専門家でも理解が困難な税制となるなか、外資規制により進出企業が活動の手足を縛られる場面も散見される。また、長年の課題である慢性的なインフラ不足の影響で国内の輸送コストも上昇基調を強めており、進出企業にとっては様々な直接、間接コストに直面することを称して『ブラジル・コスト』と揶揄する向きもある。2000年代に同国経済が享受した高成長は、上述のような様々な課題を抱えるものの、外部環境の変化が経済成長の押し上げに大きく寄与した『棚ぼた』的なものとも捉えることが出来よう。こうした状況ながら、海外からの直接投資流入額は足下で底離れの動きをみせており、事業者を中心に成長・成熟が期待される市場としての同国に対する注目は色あせている訳ではない。地域別では、昨年来の資源安が経済の重石となっているメルコスール（南米南部共同市場）諸国からの流入は低迷する一方、欧州や日本など先進国からの流入が活発化していることもそうした期待を反映していると考えられる。ただし、足下のブラジル経済は以前のように旺盛な内需が経済成長をけん引する好循環を期待することが

厳しい状況に直面している。1月のインフレ率は上述の電力価格の引き上げなどの影響で前年同月比+7.1%に加速し、同国では公務員給与や年金支給額などがインフレ動向に応じて調整されるインデクゼーションが採用されるなどインフレがインフレを呼ぶ構造になっている。結果、コアインフレ率も同+6.8%に加速しており、インフレ率とともに中銀が定めるインフレ目標の中央値（4.5%）を大きく上回る水準で推移している。中銀はインフレ抑制の観点から

一昨年以降断続的に利上げを実施するなど金融引き締め姿勢を強めており、足下では景気の減速感が鮮明であるにも拘らずその手綱を緩めることは難しくなっている。同国を取り巻く環境は、原油安による物価上昇圧力の後退を受けて世界的に『金融緩和競争』とも呼べる状況とは一線を画している。政策金利は4年ぶりの高水準となるなか、市中金利も高止まりの様相を呈することで金融市場における信用創造は著しく低下して内需の足かせとなっており、景気の重石となり続ける状況はしばらく変わらないと予想される。昨年の大統領選では

現職のルセフ氏が再選を果たしたが、ルセフ政権下ではラ前政権から続く低所得者対策を中心とした分配を重視する姿勢が強まることで歳出規模が拡大する一方、景気低迷に伴う歳入減により昨年はプライマリーバランスが初めて赤字に転じるなど財政状況は著しく悪化している。資源価格の調整による輸出鈍化で経常赤字幅の拡大も続くなか、財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」は深刻の度合いを増している。国際金融市場においては米国FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策の正常化の観測が強まっており、世界的なマネーの動きに影響を及ぼす可能性があり、ファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国々では一昨年来と同様に資金流出に直面するリスクもくすぶる。仮にそうした事態に直面すれば、海外資金の流出が同国内での信用収縮を招くことで景気が下押しされることも懸念されるなど、一段の景気悪化を招くことも考えられる。

図4 インフレ率の推移

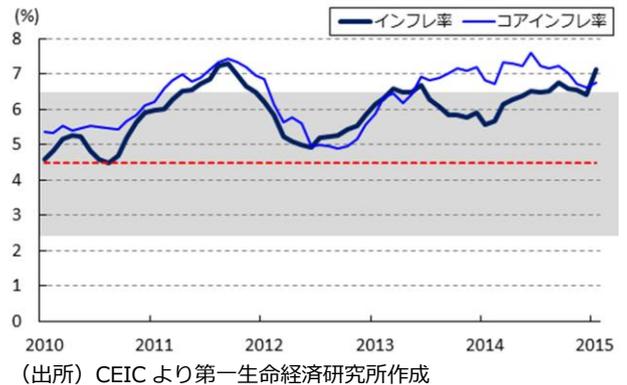
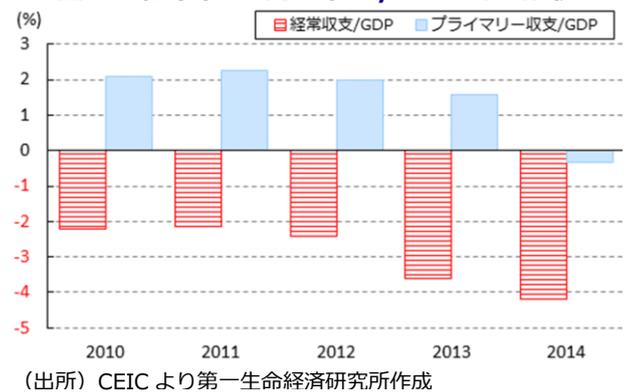


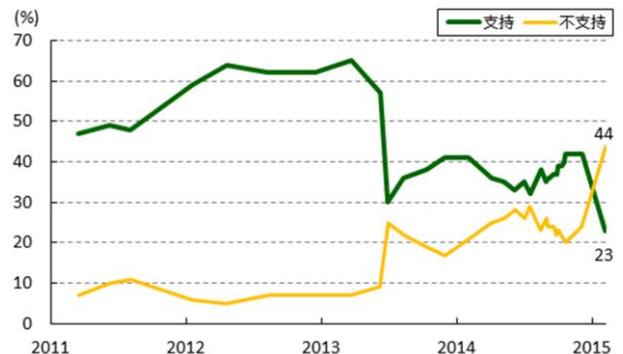
図5 経常収支・財政収支/GDP比の推移



## 《今年マイナス成長が避けられないと予想。ルセフ政権の足許は一段と厳しくなることも懸念されよう》

- ルセフ政権は先月から始まった2期目の経済政策運営について、財政規律を重視する姿勢を示している。財務相には元IMF（国際通貨基金）エコノミストで財務省や民間金融機関での経験が長いジョアキン・レビィ氏、企画予算管理相に元財務次官のネルソン・バルボサ氏を配したほか、中銀総裁には「インフレファイター」として国際金融市場からの信認が厚いトンビーニ総裁の留任を決めるなど、金融市場との対話を重視する考えを示している。政府は今年のプライマリー黒字の目標を663億リアル（GDP比+1.2%）とし、その実現に向けて近年の歳出増の一因となってきた失業保険や寡婦年金の見直しなどのほか、歳出規模の伸びを経済成長率以下にするなどの歳出抑制策に取り組んでいる。その一方、歳入増に向けて自動車などに対するIPI（工業製品税）の減税措置を終了させたほか、燃料税の引き上げや輸入品に対する増税、個人向け融資に対する税率引き上げなど幅広く増税を実施するなど、財政健全化に道筋を付ける姿勢を前面に押し出している。金融引き締めによる金利の高止まりを受け、政府は政府系金融機関の国家経済社会開発銀行（BNDES）による低利融資拡充で景気下支えを図ってきたが、こうした姿勢は金融引き締めの効果を減じるなど政策の不透明感に繋がることから、BNDESは貸出金利を引き上げている。一連の政府による経済政策の転換は、昨年主要格付機関のS&P社が同国の長期信用格付を格下げして『投資適格級』で最も低い水準としたことに続き、他社が格付の見直し（引き下げ方向）を示唆したことに反映したものと考えられ、その姿勢自体は評価出来る。しかし、高インフレと金融引き締めが内需の重石となるなかでの歳出削減と増税は、経済成長のけん引役である内需を一段と下押しすることは避けられず、上述のような外部環境の悪化も重なることで同国経済にとっては厳しい状況が続くであろう。なお、当研究所では今年の経済成長率は前年比+0.0%と前年（同+2.3%）から減速したとみているが、今年については世界金融危機の影響が直撃した2009年（同▲0.3%）以来となるマイナス成長は避けられないと予想する。同国では国営石油公社を巡る汚職問題が注目を集めるなか、同問題に与党労働党（PT）の有力議員が関係したとの疑惑も出たことで同社のプロジェクトは大きく遅滞し、建設業界を中心に混乱が広がるなど影響が出ている。事態收拾に向けて同社は今月初めにCEO（最高経営責任者）を国営銀行トップと交代させる人事を発表したが、ルセフ政権との距離の近さは改革に後ろ向きとなる可能性も懸念される。同社は社債による資金調達に大きく依存しているため、同社に対する市場からの信認低下は株式市場などへの影響が大きいことを勘案すれば、金融市場全体に飛び火するリスクも想定される。また、一連の問題を受けて国民のルセフ政権に対する支持率は急速に低下して不支持率が上回る状況となっており、景気減速の長期化は政権の支持基盤を一段と危ういものにする可能性もある。

図6 政権に対する支持率・不支持率の推移



(出所) Datafolha より第一生命経済研究所作成

以上