World Trends

マクロ経済分析レポート

景気悪化が続くブラジルをどうみるか

～視線の「長さ」に応じた対応が必要だが…～

発表日：2015年３月30日（月）

第一生命経済研究所　経済調査部
担当 主任エコノミスト 西濵　徹（03-5221-4522）

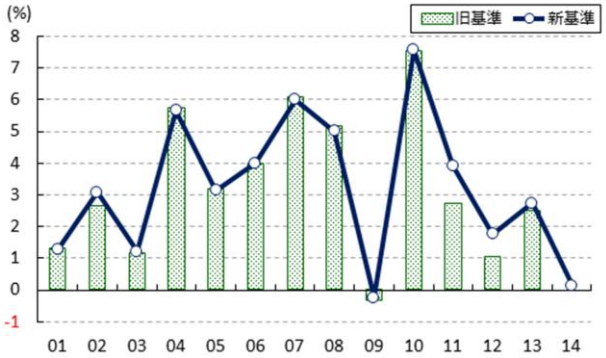
（要旨）

- 近年は新興国の雄の一角として世界経済での存在感を高めたブラジルだが、昨年の経済成長率は＋0.1%に留まるなど勢いを失っている。資源安の影響で輸出が伸び悩むなか、水不足など様々な悪材料に加え、物価高と金利高の共存は投資抑制に繋がるなど厳しい状況に直面している。今年は５年ぶりのマイナス成長も予想されるなど、外部環境の変化による影響も重なり、ブラジル経済は苦境に立たされている。
- 短期的にブラジル経済をみた場合は極めて「悲観的」にならざるを得ない。資源安をはじめ様々な景気下押し圧力が避けられないなか、政府は財政健全化へ緊縮財政を進めており、これも景気の足かせとなる。一方、足下では汚職問題などを契機にルセフ政権の求心力は低下しており、財政健全化の取り組みが遅れる懸念がある。格付などを通じて金融市場に影響が波及するリスクもあり、極めて厳しい状況にある。
- 一方、中期的にみれば安定的な人口増加を背景に消費市場としての成長力は高い。海外からの直接投資の流入は底打ちしていることはその証左と言える。ただし、同国が抱えるいわゆる「ブラジル・コスト」の問題は政権の求心力が低下するなかでは一段と解消への道筋が描きにくいのも事実である。同国は魅力的な市場ながら、進出する企業には「腹を括った」対応が求められることは変わりがないと言えよう。

《スタグフレーションに直面するなかで昨年はほぼゼロ成長に留まり、今年はマイナス成長入りも必至な状況にある》

- 近年、新興国の雄である「ＢＲＩＣｓ」の一角として世界経済における存在感を高めてきたブラジルだが、ここ数年の経済は勢いを欠くなどすっかり鳴りを潜めており、極めて厳しい状況に追い込まれている。昨年 10-12 月期の実質ＧＤＰ成長率は前年同期比▲0.25%と３四半期連続のマイナス成長となり、通年ベースの経済成長率も前年比＋0.1%と世界金融危機の影響が色濃く出た 2009 年（同▲0.1%）以来の低い伸びに留まった（なお、同国では今月初めにＧＤＰ統計の計算方法が改定されており、過去数年に遡って成長率が上方修正されたが、その詳細については「ブラックボックス」となっている点には注意が必要である）。前期比年率ベースでは 10-12 月期は＋1.34%と前期（同＋0.63%）に続いてプラス成長を維持し、プラス幅も拡大するなど景気は底打ちを果たしているものの、いずれも過去数年に比べて勢いに乏しい上、潜在成長率とされる 3.5%を下回るなど厳しい状況には変わりがない。同国経済を巡っては、輸出の半分以上を一次産品が占めるなど近年は資源に対する依存度を強めるなか、昨年後半以降の原油をはじめとする国際商品市況の調整は交易条件の悪化を通じて国民所得を下押ししており、景気の足かせとなることが懸念されてきた。世界的には原油安はエネルギー価格の下落を通じてディスインフレ圧力をもたらしており、特に、輸入国などには恩恵をもたらす効果を生んでいるが、同国では低所得者対策の観点からエネルギーに統制価格が敷かれて原油安の恩恵を受けにくいなか、昨年以降は 80 年ぶりと称される大干ばつで水不足に喘いでいる。同国では発電

図１　経済成長率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

量の７割を水力発電に依存しており、水不足は発電能力に直結するため、足下では火力発電の稼働率向上により難局を乗り切っているが、これは電力コストの上昇を招いており、電力価格の上昇に繋がっている。また、商品市況の低迷は対外収支を悪化させており、政府は前ルラ政権以降低所得者対策を中心とする分配を重視する政策を志向してきたことで歳出規模は拡大する一方、景気減速に伴う歳入減の影響で昨年は通年ベースで初めてプライマリーバランスが赤字となるなど、急速な財政悪化に直面している。さらに、足下ではインフレ率が中銀の定める目標を大きく上回るインフレが直撃するなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は悪化の一途を辿り、これを嫌気した海外資金が流出圧力を強めており、国内金融市場の信用収縮を通じて景気の足かせとなる懸念も高まっている。海外資金の流出に伴う通貨レアル安は輸入物価を通じてインフレ圧力を一段と高めており、景気減速と物価高が共存するスタグフレーションに見舞われているにも拘らず、中銀は金融引き締めを続けざるを得ない状況に直面しており、こうしたことも足下の景気が力強さを欠く一因になっている。ただし、足下の景気を巡っては物価高と金融引き締めによる金利高の共存にも拘らず個人消費は比較的堅調を維持しており、公務員給与や年金支給額が名目成長率に応じて調整されるインデクゼーションの影響で名目所得は拡大していることに加え、通貨安を嫌気した国民がインフレ対策として耐久消費財などの購入を急いだことも影響したと考えられる。他方、中国をはじめとする新興国の景気鈍化を背景に輸出は大きく落ち込んでおり、景気の足を急速に引っ張っていることに加え、国内景気の悪化や金利高を嫌気して企業の設備投資意欲も減退しており、個人消費以外は押し並べて力強さを失っている。先行きについても、しばらくは物価高と金利高の共存が内需の勢いを削ぐ展開が予想されるなか、同国政府では財政健全化に向けた歳出削減の必要性が高まっており、当面の景気にとっては下押し圧力が多く、今年の経済成長率は６年ぶりにマイナスに転じることも避けられない様相を呈している（詳細は２月 25 日付レポート『ブラジルを取り巻く「〇重苦」』をご参照ください）。世界経済を取り巻く環境が大きく様変わりするなか、その環境変化の波に飲まれる形でブラジル経済は厳しい立場に追い込まれていると言えよう。

《短期的にみればブラジル経済が浮揚する材料はまったく見出せず、極めて「悲観的」な状況にあると判断出来よう》

- 上述のようにブラジル経済は勢いを失っているなか、短期的な視点に基づけば同国経済に対する見方は極めて「悲観的」と言わざるを得ない状況にある。国際商品市況は年明け以降底打ちする動きをみせているなど、足下の状況から一段と悪化する可能性は後退している。しかし、ここ数年に亘って「爆食」とも称されるほど様々な資源消費を拡大させてきた中国を巡っては同国政府が景気減速を容認する姿勢をみせており、先行きも市況の急激な改善を見通しにくい状況にある。結果、足下では商品市況の急速な調整に伴い５年半ぶりの水準に悪化している交易条件の改善は見通しにくくなっており、これにより景気に対する下押し圧力が掛かりやすい展開が続くことは避けられない。足下のインフレ率は中銀の定めるインフレ目標（4.5±2.0%）の上限を上回る水準で推移しているが、上述の通り歴史的な水不足に直面するなかでエネルギー料金に上昇圧力が掛かりやすいことを勘案すれば、先行きもインフレ率の高止まりが続くことが予想され、中銀にとっては景気の下押し懸念がくすぶるにも拘らず金融緩和に動けない状況に直面している。今年１月に

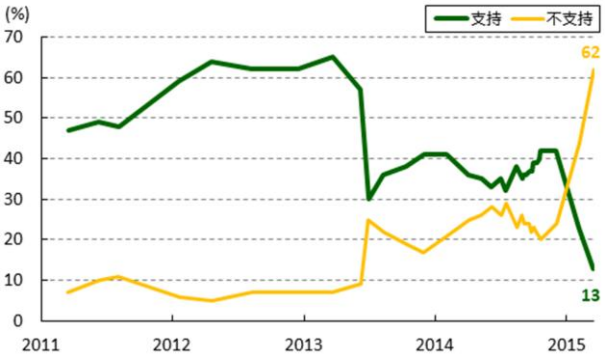
図２ 交易条件指数の推移

（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

２期目を迎えたルセフ政権は、政権１期目におけるバラ撒き政策からの転換を図るべく、レビィ財務相やバルボサ企画予算管理相など経済チームに財政緊縮派を配置するなど、国際金融市場を意識した人事配置に取り組んでいる。新経済チームは歳出削減のほか、歳入拡大に向けた増税や減税措置の終了、政府による統制価格引き上げなどに取り組む方針を掲げており、この方針に基づく形で予算案が議会で審議されたものの、今月初めには与党連立内での反発を受けて一度は否決される事態に陥った（詳細は今月５日付レポート『ブラジルは一段と窮地に』をご参照ください）。このように実現の面では財政緊縮策は難しい状況に直面しているものの、政府はそうした方針を前進させる構えを崩していないことを勘案すれば、当面の景気にとっては下押し圧力となることは間違いない。中でも最も懸念されるのは、昨年来同国では国営石油公社を巡る汚職問題が注目を集めているが、同問題が与党労働党（ＰＴ）の有力議員が数多く関与しているとの疑惑が高まっており、捜査対象に議会の上下両院議長も含まれたことで、国民の間では政治不信が高まっている。ルセフ政権下におけるここ数年の景気低迷に加え、緊縮財政策の影響で国民生活に様々な悪影響が出ることが懸念されることも政権支持率の低下に拍車をかけており、ルセフ政権に対する支持率は政権発足後最低の水準となる一方、不支持率は同国経済がハイパーインフレに苦しんだ当時のコロール政権以来の高水準となっている。こうした事態を受けて、今月 15 日には全土で 170 万人が参加する形でルセフ大統領の弾劾を求める大規模デモが発生するに至っている。なお、同国では 2013 年に翌年のサッカーW杯の開催への巨額の関連費用投入に関連して全土で反政府デモが発生したが、当時は公共料金の引き上げ反対や教育関連予算の拡充を求めるなど政策に対する抗議の意味合いが強かったものの、今回はルセフ大統領個人に向けられるなど求心力の低下は必至の状況にある。このように政権を取り巻く環境が日増しに悪化するなか、ルセフ大統領は財政健全化姿勢を維持する一方、労働者に手厚い最低賃金制度については４年間の制度延長を決定するなど緊縮の手綱を緩める動きもみられ、今後も政権に対する風当たりが強まるなかで取り組みが一段と後退するリスクはくすぶっている。昨年春の格下げ実施以降、追加的な格下げ実施の可能性をも示唆していた米格付機関のＳ＆Ｐ社は、一連の事態を受けたにも拘らず今月 23 日に格付をＢＢＢマイナスに据え置く決定を行っており、国際金融市場では格下げリスクが遠のいたとの見方が出る一方、上述のように財政緊縮姿勢に揺らぎが出つつあるなどルセフ政権による財政健全化が確実に履行される可能性は低下している。また、国営石油公社を巡っては汚職問題のみならず、同社が運営する油田は海底油田であるために相対的な採掘コストが高い上、政府による緊縮財政策の影響で同社関連の投資が抑制されていることも重なり、業績の急速な悪化も懸念されている。同社は過去数年、主要先進国による量的金融緩和の影響で世界的な低金利状態が続くなか、外貨建社債などを通じた資金調達を積極化させてきたが、足下では通貨レアル安の進展に伴い利払い負担などが上昇するなど資金繰りに悪影響を与えることが懸念されている。仮に同社の社債の取引が難しくなる事態に陥れば、同社は株式市場においても多大な存在感を有しており、同国金融市場に与える影響は計り知れず、急速な信用収縮圧力に見舞われる事態も予想される。政府は同社を巡る抜本的な改革実施に動く姿勢をみせているが、当面はこの取り組みが頓挫する、ないし金融市場からの失望を招く事態にならないことを見守る以外にないと言えよう。

図３ ルセフ政権への支持･不支持率の推移



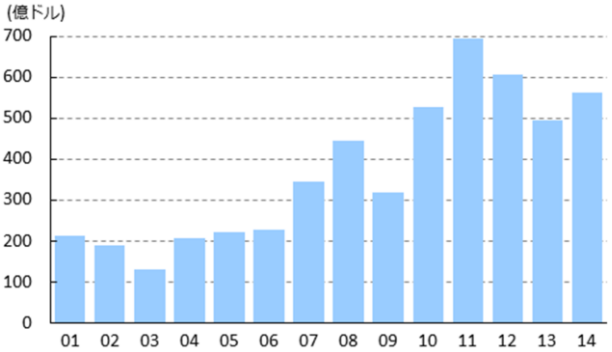
（出所）Datafolha より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

《中長期的には人口増加による市場拡大など魅力は高いが、進出には「腹を括る」ことが求められることは変わりなし》

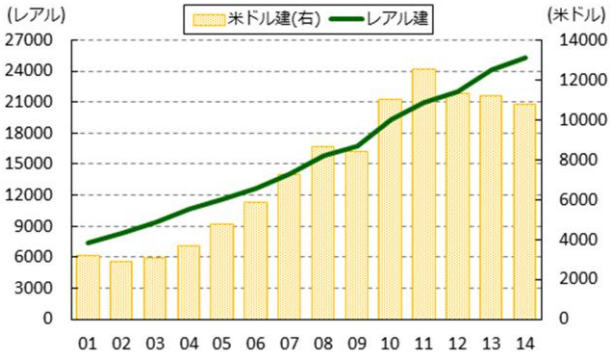
- これまで短期的な視点から「悲観的」な見方を示してきたが、中長期的な見方、特に事業会社による直接投資の視点では異なる面がある点には留意する必要があろう。事実、海外からの直接投資の流入額は＋7.6%と高い経済成長率を記録した 2010 年の翌年（2011 年）をピークに景気の減速感が強まっていることで減少基調を強めてきたが、昨年には底入れしていることが確認されている。地域別では、国際商品市況の低迷が経済の重石となっている周辺国のメルコスール（南米南部共同市場）諸国からの流入は頭打ちしているものの、ＥＵや日本などからの流入は拡大基調を強めており、人口規模の大きさやその若さを背景に、中長期的にみて市場として成長・成熟が期待される同国の魅力が色あせている訳ではないと評価出来よう。また、足下では通貨レアル安の進展に伴い外貨建でみた同国への投資妙味は拡大している一方、同国側としては依然としてレアル建でみた投資流入額が重要であることから、以前に比べて投資実施に向けたハードルが低下していることも投資流入の動きを後押ししていると考えられる。さらに、ここ数年は通貨レアル安の進展に伴い米ドル建でみた１人当たりＧＤＰは頭打ちの様相を強めているものの、レアル建での１人当たりＧＤＰは着実に「右肩上がり」の状況が続いており、これを背景とする個人消費を中心とする旺盛な内需は消費市場としてみた同国の魅力に繋がっていることは間違いない。ただし、既に同国に進出している企業などにとって悩みの種となっている関税のみならず、国内における連邦税と州税、市税などの複雑さなどに起因する複雑な税制、外資規制などによって進出企業の活動が縛られるなどの問題、インフラ不足による国内の輸送コストの高さ、世界的にみても過度に労働者保護の色合いが強い労働法制など、いわゆる『ブラジル・コスト』と呼ばれる問題が残っている状況はまったく変わっていない。同国内においても、産業界のなかからはこれらの問題の解決を通じて対内直接投資の拡充を図るとともに、ここ数年は外部環境の改善によって「棚ぼた」的に経済成長が実現可能となった状況からの転換を図る必要性が訴えられている。しかし、現政権の支持者の多くはルラ前政権下で始められた貧困者対策である「ボルサ・ファミリア」によって生活レベルの向上が図られた所得階層が中心であり、企業側の意見が政府の政策に反映されにくい状況はくすぶっている。足下ではルセフ政権に対する支持率が急降下しているなか、ルセフ政権は元々左派的な政策を志向していることを勘案すれば、こうした一見「企業寄り」と捉えられやすい政策が実現する可能性は極めて低いと判断出来る。その意味では、同国から自発的に上述のような諸問題の解消に向けた取り組みが前進し、同国が消費市場として他の新興国などと同じ土俵で拡大すると考えることは難しい。同国に進出する企業にとっては、レアル安は好機になる一方で一筋縄ではいかない市場攻略には本気で「腹を括った」対応が求められることは変わりないと言えよう。

図 4　対内直接投資流入額の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 5　１人当たり GDP の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

以　上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。