

ブラジル 景気後退局面入りは不可避の様相

～経済や政治の動向を巡ってリアル相場は神経質な展開が予想される～

発表日：2015年6月1日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- ここ数年経済の鳴りを潜めるブラジルだが、1-3月期はマイナス成長入りするなど一段と厳しさを増している。物価高と金利高の共存で内需に下押し圧力が掛かるなか、財政健全化に向けた歳出削減も景気の重石となっている。先行きも景気の下押し材料に事欠かず、景気後退に陥る可能性は高まっている。
- 国営石油公社を巡る問題は一巡したが、投資抑制などの動きは实体经济に一段と悪影響を与えよう。雇用環境が悪化するなかでの増税や給付減は政権を脅かす可能性にも注意が必要である。対外収支の観点では同国発で金融危機に陥るリスクは低いが、経済や政治の動きは海外資金の動きを通じてリアル相場が揺さぶられる可能性は残っており、先行きについてもリアル相場は神経質な展開が続くものと予想される。

《景気後退局面入りの可能性は一段と高まるなか、経済・政治の動きを巡りリアル相場は神経質な展開が予想される》

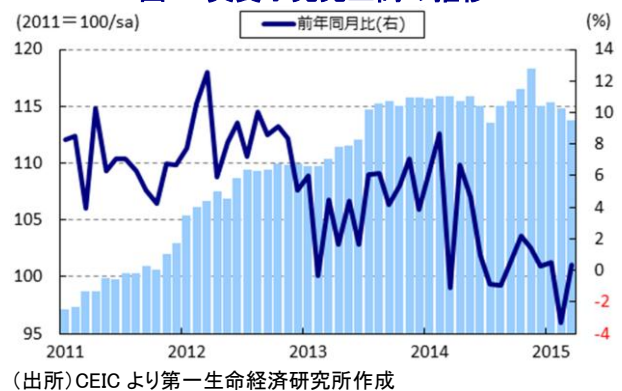
- ここ数年に亘って景気が大きく低迷しており、昨年の経済成長率は前年比+0.1%とほぼゼロ成長で推移するなど鳴りを潜めているブラジル経済だが、年明け以降も景気は低迷状態を脱しきれないことが確認された。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比▲1.56%と4四半期連続でマイナス成長となるなど一段と悪化、前期比年率ベースでも▲0.64%と3四半期ぶりにマイナスに転じるなど、ともに足下における潜在成長率と推計される3.5%を大きく下回る水準となるなど、厳しい状況に直面している。同国経済においては輸出の半分以上を原油や鉄鋼石をはじめとする一次産品が占めるなか、昨年後半以降の原油安や中国経済の減速などを背景とする商品市況の調整が経済の重石となる状況が続いてきたが、年明け以降は原油相場に底入れの動きが出たことを受けて輸出は5四半期ぶりに拡大に転じるなど、外需には明るい兆しがみえつつある。一方、ここ数年の景気低迷を受けて海外資金を中心に資金流入が急速に先細りするなか、折からのインフレ率の高止まりとインフレ抑制に向けた金融引き締めと相俟って国内金融市場では信用収縮圧力が高まっており、商品市況の調整などを背景に雇用調整圧力が高まっていることも重なり、景気のけん引役となってきた個人消費は急速に冷え込んでいる。さらに、国内景気の悪化や金利高の長期化を受けて

企業は設備投資意欲を低下させるなか、昨年はプライマリー収支が赤字に転落するなど財政健全化が喫緊の課題となっていることを受け、政府は歳出削減のほか、歳入増加に向けて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姿勢をみせており、特に、インフラ投資などをはじめとする公共支出の削減は

図1 実質GDP成長率の推移



図2 実質小売上高の推移



固定資本投資の下押し圧力に繋がっている。このように全般的に内需を巡る状況が厳しさを増していることは、景気全体の足を引っ張る一因となっている。分野別では、昨年来続いている大干ばつに伴い同国の主要生産物であるサトウキビなどでは悪影響が続いている一方、コーヒー豆の値上がりなどを受けて全体的には農業部門の生産に底入れの動きが出ているものの、国内景気の低迷を背景に製造業を中心とする第2次産業では生産調整圧力が高まっているほか、サービス関連でも低調な推移が続くなど全般的に景気に下押し圧力が掛かっている。このように足下の同国経済は勢いを完全に失いつつあると評することが出来るとともに、先行きについても明るい材料を見出しにくい環境に直面している。年明け以降の原油相場の底入れなどを受けて交易条件の悪化に歯止めが掛かる動きがみられるものの、足下の水準は前年の同時期と比較して▲7%近く下回っている上、中国をはじめとする新興国景気が勢いを欠くなかでは実需面での相場の急上昇は期待しにくいことから、国民所得に下押し圧力が掛かりやすい展開が続くと見込まれる。さらに、昨年来続いている大干ばつの影響により、電力エネルギーの7割を水力に依存する同国では火力発電の稼働率向上で電力不足を乗り切る一方、コスト上昇が電力価格の上昇を招いており、結果的に景気減速が続くなかでもインフレ圧力は収まらず、金融引き締めを続けざるを得ない事態に陥っている。したがって、先行きも景気減速下でインフレが続くスタグフレーションを脱することは難しく、金融市場においては同国の景気後退入りは避けられないとの見方に繋がっている。政府は財政健全化の取り組みを進める一方、インフラ投資や農業対策を中心とする景気対策を打ち出す姿勢をみせているほか、足下ではエルニーニョにより穀物の主要生産地帯で多雨となる予想が出ており、年末に向けて状況は徐々に改善する可能性はある。とはいえ、短期的にはブラジル経済を取り巻く環境が劇的に改善する材料は見出しにくいのが実状と言えよう。

- 国際金融市場においては昨年末以降、同国景気に対する不透明感が強まっていることに加え、国営石油公社を巡る汚職スキャンダルなども材料となる格好で海外資金の流出圧力が強まる事態が続いてきたが、国営石油公社については今年4月末に監査済の決算報告書を発表したことで、約5ヶ月に亘ったゴタゴタ続きに終止符が打たれた（詳細は4月24日付レポート「[ブラジル 石油公社を巡る「闇」は払拭出来たか](#)」をご参照ください）。同社については、事前に予想された規模を上回る形でスキャンダルに絡んで特別損失を計上するなど膿を出し切る姿勢をみせる一方、一連の問題を理由に主要格付機関が相次いで同社の長期信用格付を「投機的」水準に引き下げる動きに繋がったことから、資金繰りなどに悪影響が出ることが懸念されたものの、政府及び同社は国内外からの金融支援のほか、資産売却などを通じて難局を乗り切る姿勢をみせている。また、年明け以降の原油相場の底入れに伴い収益の一段の悪化懸念が後退していることも、同社に対する見方が変わる一因になると見込まれる一方、同社は関連企業が多く、汚職スキャンダルを巡る資金繰り悪化などを理由に関連投資が停止していることを受けて建設セクターなどで幅広く悪影響が出る動きもみられる。同社自体については最悪期を過ぎたとみることが出来ようが、投資計画自体の縮小も予想されるなかで、実体経済に対する悪影響が今後一段と強まる可能性には注意が必要である。また、こうした投資抑制の動きが広がることに加え、政府はレヴィオ財務相やバルボサ企画予算管理相など「財政規律重視派」を中心とする経済チームが主導する形で歳出削減に取り組んでおり、年明け以降は失業保険給付の削減や社会保障関連支出の削

図3 雇用環境の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

減や増税に動いているほか、先月末には教育及び医療プログラム向け支出を総額 699 億レアル凍結する方針を発表するなど、景気の下押し材料には事欠かない状況にある。こうした事情を反映して雇用環境は昨年半ばを境に急激に悪化する状況が続いており、先行きについても回復が見込みにくい展開が予想される一方、家計部門にとっては増税や社会保障の削減などを通じた実質的な負担増は避けられず、景気のけん引役となってきた個人消費は一段と厳しい環境に直面することになる。また、長期に亘る景気減速で国民生活が疲弊するなかで国民から人気の低い一連の対策が打ち出され続ける事態となれば、財政規律を重視することで国際金融市場での評判は高まることが期待される一方、上述の国営石油公社を巡る汚職スキャンダルも影響して直近の世論調査で不支持率が支持率を上回るルセフ大統領の政権運営に悪影響が出る可能性はある。事実、2013 年にはバス賃料など公共料金の引き上げをきっかけにした反政府デモが全土で発生する事態となり、今年も 3 月と 4 月に大規模デモが発生する事態となっており、政治を取り巻く環境にこれまで以上に注意する必要性があろう。

なお、財政健全化に向けた取り組みを反映して年明け以降のプライマリー収支は累計ベースで昨年同時期に比べて規模は縮小しているものの依然黒字を維持している一方、経常収支についても慢性的な赤字状態にはあるものの昨年同時期に比べて赤字幅は縮小しており、「双子の赤字」の解消は道半ばではあるが徐々に効果が現れつつあると言えよう。一昨年以降の国際金融市場の動揺においては、上述の「双子の赤字」を抱える経済のファンダメンタルズの脆弱さを理由に海外資金の流出圧力が強まり、結果的に通貨レアル相場が急落したほか、それに伴う輸入物価の上昇がインフレ圧力を誘発する事態となり、金融引き締めを強化せざるを得ない悪循環に陥った。なお、同国の対外債務残高と外貨準備高の推移をみると、マクロでみた同国経済は純債権国であるなど新興国としては対外的に非常に強固な構造を有していることに加え、I O F（金融取引税）による制度的な歪みを反映して対外借入の一定割合が親子企業間の借入であるなど、短期的な市場の動揺に左右されにくい特徴を有しており、同国発で金融危機が起こるリスクは極めて低い。

さらに、政府は通貨レアル相場の動向については国内物価に与える影響を重視して実効レートを重視する姿勢を強めており、結果的に米ドルなどに対しては振れやすくなっていることが、ここ数年外国人投資家の間で不安が高まる一因になったと考えられる。ただし、先行きは米国による利上げなどが意識されることで「米ドル高」圧力が高まりやすくなるなか、ここ数年日本国内においても人気が高かったレアル建商品の動向に少なからず影響が出る可能性はあることから、レアル相場を巡っては神経質な展開となることも予想されよう。

図 4 対外債務残高と外貨準備高の推移

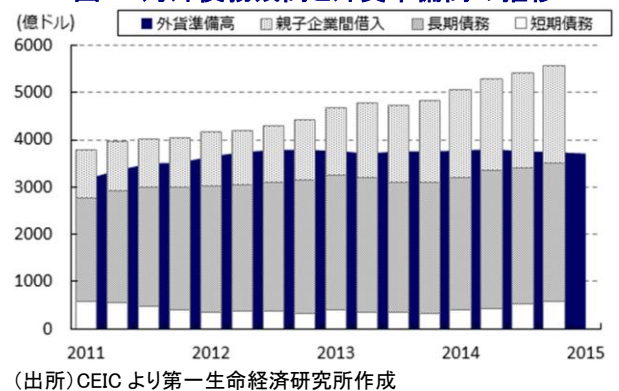


図 5 レアル相場(対ドル、円)の推移



以 上