

ブラジル、昨年は25年ぶりの低成長

～景気浮揚の兆しは見えず、世界恐慌時以来の2年連続マイナス成長も～

発表日：2016年3月4日(金)

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)

- 中国の景気減速及び不透明感に伴う国際商品市況の低迷と世界的なマネーの動揺は、ブラジル経済にとって外需のみならず内需にも大きな打撃を与えている。慢性的な経常赤字に加え、過去数年に亘る景気減速で財政状況も急激に悪化するなか、政治不安も重なり事態打開が見通せない状況が続いている。主要格付機関が軒並み同国のソブリン格付を引き下げ「投機的水準」としたことも下押し要因となる。通貨危機などに陥るリスクは低いが、国営石油公社の動向が同国経済及び金融市場に与えるリスクには要注意だ。
- 一昨年来の通貨リアル相場の急落に加え、昨年は財政健全化に向けた公共料金引き上げや増税などの影響で、インフレ率は中銀目標を上回る推移が続く。市場では年明け以降の頭打ちが期待されたが、依然加速感が続くなど事態は厳しい。中銀は今月頭の定例会合で政策金利の据え置きを決定したが、中銀内でも意見は割れている。伝統的に物価抑制を重視してきた同行が一転して景気重視に軸足を移すことになれば、市場からの信認が大きく損なわれるリスクもあり、今後の政策の方向性には注意が必要になっている。
- 経済を取り巻く環境はすべて厳しいなか、昨年の経済成長率は前年比▲3.8%と25年ぶりの低い伸びに留まった。足下では物価高と金利高の共存などで家計部門の実質購買力に下押し圧力が掛かり、内需全般で鈍化基調が強まるなど、景気浮揚のきっかけは見出しにくい。当研究所は来年の経済成長率も前年比▲3.5%とマイナス成長になるとみており、これが現実化すれば世界恐慌時以来の異常事態になる模様だ。
- 年明け以降の金融市場では、米国の金融政策に対する見方の変化を反映してリアル相場は落ち着きを取り戻している。しかし、長期投資家が同国に腰を据えて資金を入れる環境にないなか、ボラティリティの高い相場環境は続くとみられ、景気浮揚が見出しにくいいため、当面は上値の重い展開が続くとみられる。

《昨年は25年ぶりの低成長、景気浮揚の材料がなかなか見出せないなか、2年連続でマイナス成長に陥る可能性も》

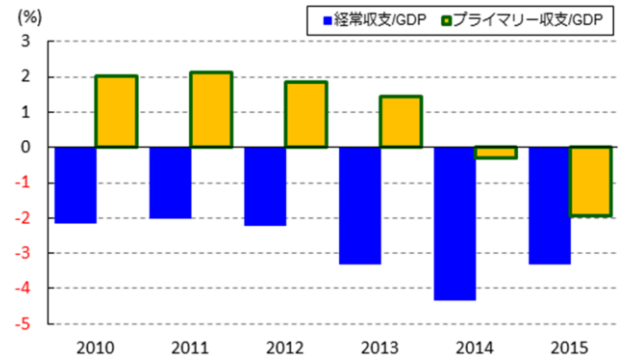
- 中国の景気減速やその不透明感をきっかけに原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化は、ここ数年に亘って新興国を中心とする世界的な資源需要の拡大と価格高騰を追い風に高い経済成長を実現してきたブラジル経済にとり、外需に数量と価格の両面から大打撃を与えている。さらに、資源価格の低迷長期化に伴って足下の交易条件は世界金融危機直後の最低水準に並ぶなど、国民所得に急速に下押し圧力が掛かっており、こうした動きは近年の経済成長の原動力となってきた個人消費をはじめとする内需の重石となる事態を招いている。同国は慢性的な経常赤字を抱えるなど、元々経済活動に必要な資金を国内で賄うことが出来ない構造にあるなか、ここ数年は先進国を中心とする金融緩和に伴う世界的な「カネ余り」を追い風とした海外資金の流入が経済成長の「ゲタ」を履かせる役割を担ってきた側面がある。旺盛な資金流入は通貨リアル高を通じて物価安定に寄与して家計部門の実質購買力向上に繋がったほか、物価安定を理由に中銀は金融緩和に動くことが可能になり、借入などを通じて消費や投資を行うことが容易になったことは内需の活性化をもたらしたことは想像に難くない。しかしながら、ここ数年は上述のようなブラジル経済へのマイナス要因が折り重なり景気減速基調が強まるなか、ブラジルへの資金流入が先細りないし流出超に転じる動きが明確になるなかで通貨リアル安が一段と進み、これをきっかけにインフレが昂進したことを受けて中銀は金融引き締め姿勢を強めている。結果、

足下のブラジル経済は景気低迷とインフレが共存するスタグフレーションに陥っている。こうしたなか、ブラジルは経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」というファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さを抱えており、過去2ヶ年についてはプライマリー収支も赤字に転落するなど景気減速も相俟って財政状況は急速に悪化しており、足下では主要格付機関3社がソブリン格付を『投資不適格（投機的水準）』とする事態に直面している。事態打開には歳入拡大ないし歳出削減を通じた財政健全化が不可欠であるが、景

気減速が続くなかでさらなる下押し要因となる上、ルセフ政権は国営石油公社（ペトロブラス）を巡る汚職問題とその後の汚職一掃作戦（ラヴァ・ジャット）の影響で与党内でもルセフ大統領に対する不信感が強まるなど政治的に不安定ななか、政権支持率は直近でも12%に留まるなど国民に不人気の政策を打ち出しにくい環境となっている。結果、財政健全化や構造改革などの取り組みが後退するリスクが高い上、国際金融市場を取り巻く状況も不透明ななか、景気及び財政の両面で局面打開に向けた道筋が描きにくくなっていることも、主要格付機関が相次いで格下げや見通しの引き下げに動く一因になっている（詳細は2月25日付レポート「[ブラジル、主要格付機関がすべて「ジャンク」認定](#)」をご参照ください）。なお、ブラジルのソブリン格付は「投資不適格」となっているが、2月末時点の外貨準備高が依然3717億ドルもある上、中長期債務や外資系企業による親子間借入の割合が高い対外債務構造を勘案すれば、ブラジル発で「通貨危機」をはじめとする危機的状況が起こるリスクは極めて低い。ただし、格付の「ソブリン・シーリング」の原則に従って社債格付はすべて「投資不適格」となるなか、上述の汚職問題の根源であり国内経済及び金融市場に対する影響力が極めて高いペトロブラスの資金繰りが悪化する事態となれば、その実体経済への影響は計り知れない。国際金融市場に悪影響が波及するリスクもあるだけに、今後は原油市況の行方と同社の資金繰り動向に注目が集まることは避けられないと言えよう。

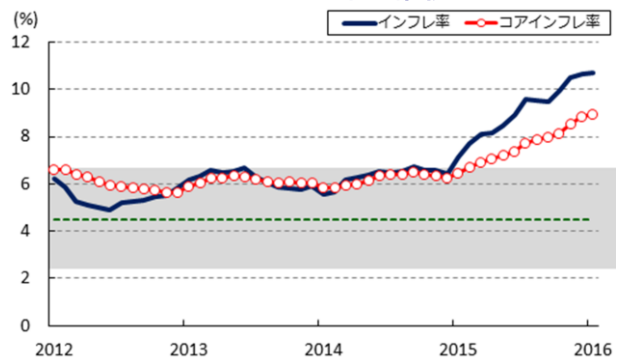
- 通貨リアル相場を巡っては、2011年秋に直近のピークを付けた後、中国が政権交代を経て経済政策の方向性を大きく転換し、結果的に中国景気の減速感が徐々に強まったことを受けて下落トレンドを歩むこととなり、昨年以降は国際金融市場の動揺を受けてそのペースも大きく加速する事態となっている。なお、昨年秋に最安値を一時付けた後、足下では一時に比べて落ち着いた動きをみせており、特に、年明け以降は米国による利上げ見通しの後退を受けて「米ドル安」が意識されていることも底堅さに繋がっている。しかしながら、一昨年以降の急速なリアル安により輸入物価が上昇しているほか、昨年初めに財政健全化に向けて公共料金の引き上げや増税などの影響も重なり、インフレ率は昨年以降中銀の定めるインフレ目標（ $4.5 \pm 2.0\%$ ）の上限を上回る展開が続いてきた。市場の一部には、年明け以降は公共料金引き上げの反動が出てインフレ率は落ち着きを取り戻すとの見方もあるが、現実には財政健全化の観点から今年も一部の地方政府で公共料金の引き上げに動く流れが続いており、そうした効果が本当に発現するかは不透明である。事実、今年1

図1 経常収支・プライマリー収支のGDP比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

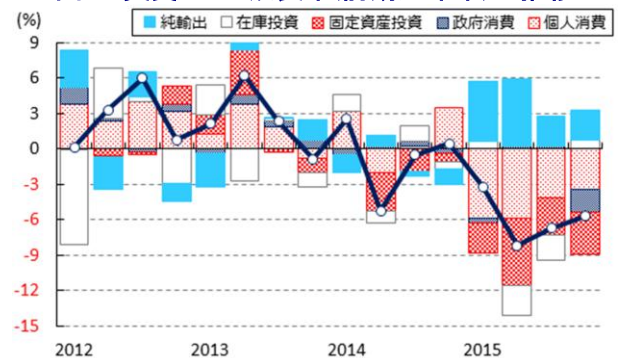
月のインフレ率は前年同月比+10.71%と高止まりしており、2月中旬時点でも同+10.84%と一段と加速しているほか、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率も加速感が強まっている。同国では前年のインフレ率に基づいて公務員の最低給与の上昇率が決められるほか、新年度からの学費など様々なコストが連動する仕組みになっており、足下では過去のインフレが新たなインフレを招く悪循環に陥っている。さらに、天候不順の影響により生鮮品を中心とする食料品価格が上昇基調を強めていることもインフレ昂進を招く要因となっており、先行きについてもしばらくインフレ率が高止まりすることは避けられないとみられる。インフレ抑制に本腰を入れるためには、政府のさらなる歳出削減や構造改革に向けた動きが不可欠になるものの、上述のようにルセフ政権を取り巻く環境は厳しさを増しており、そのハードルが極めて高くなっていることを勘案すれば具体的な取り組みは期待しにくい。こうしたなか、中銀は毎月1～2日にかけて定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるSelicを5会合連続で14.25%に据え置く決定を行っている。しかしながら、前回会合に続いて8人の政策委員のうち2人（マルケス理事（金融システム担当）及びボルポン理事（国際情勢担当））が50bpの利上げを主張するなど評決は割れており、政府の物価抑制に向けた取り組みが進まないなかで中銀内に中銀主導で物価抑制を図りたいとの思惑が根強い様子もうかがえる。他方、年明け以降の国際金融市場の動揺などに伴い世界経済に対する見方が弱まるなか、足下の同国経済はすでに景気後退局面に突入していることから、当面は物価抑制よりも景気を重視する姿勢に傾きつつあるとみられる。1月の前回会合直前には、大統領周辺を中心とする政府要人や与党の政治家をはじめ、経済界や労働組合など様々なところから利上げを回避すべく圧力が掛かったことも影響して金利の据え置きを決定した経緯もあり、今回の据え置き決定は中銀の信認を一段と低下させるリスクが高まっていることには注意が必要と言えよう。

- このようにブラジル経済を取り巻く環境には様々な悪条件が揃うなか、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比▲5.89%と前期（同▲4.45%）から一段と減速感が強まっており、7四半期連続でマイナス成長に陥る異常事態となっている。前期比年率ベースでは▲5.67%と前期（同▲6.71%）からマイナス幅は縮小しており、昨年4-6月期を底に減速ペースは緩やかになっているものの、4四半期連続でのマイナス成長となるなど依然リセッションを抜け出せていないことが確認された。結果、昨年通年の経済成長率は前年比▲3.8%と世界金融危機の影響が色濃くでた2009年（同▲0.1%）

以来のマイナス成長となるとともに、1990年（同▲4.3%）以来25年ぶりとなる低い伸びとなった。交易条件の悪化で国民所得に下押し圧力が掛かるなか、雇用環境の急速な悪化も重なっている上、物価高と金利高が共存する事態となったことで家計部門の実質購買力は急速に悪化しており、個人消費の鈍化が収まらない展開が続いている。さらに、国際商品市況の低迷長期化を受けて鉱業部門を中心に設備投資意欲が落ち込むなか、金利高や国内景気の悪化を理由

に幅広い分野で投資が手控えられている上、ここ数年活発化してきた住宅投資にも下押し圧力が掛かっており、固定資本投資の減速基調も続いている。また、政府も財政健全化に向けた歳出削減に動かざるを得ず、結果的に景気の下支え役を期待された政府消費も落ち込んでおり、すべての内需に下押し圧力が掛かる事態となっている。他方、世界経済の減速を受けて輸出も芳しくない展開が続いているものの、すべての内需が鈍化したことや政府主導での輸入抑制策などに伴い輸入の伸びは輸出を上回るペースで落ち込んだ結果、外需の成長率寄

図3 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

与度はプラスとなっている。しかしながら、こうした事情を勘案すれば、足下において減速ペースは緩やかになっているものの、必ずしも景気の底入れを示唆したものではないと判断出来よう。一方の分野別では、天候不順の影響で年中旬にかけて生産が大きく落ち込んだ農林漁業関連で生産に底入れする動きがみられたものの、内・外需の低迷を受けて製造業及びサービス業には軒並み下押し圧力が掛かっており、景気低迷を脱するきっかけは見出しにくい。先行きもしばらくインフレ率は高水準での推移が続くと見込まれる上、そうなれば中銀も金融緩和に動くことは難しくなることで、物価高と金利高が共存する状況は続くと予想される上、政府が如何様に対応した場合でも景気にとってはマイナスに作用しやすいことを勘案すれば、足下のリセッション状態からの脱却は極めて難しいものになっていると言えよう。市場においては昨年に続いて今年もマイナス成長になるとの見方が広がっており、当研究所も現時点において今年の経済成長率見通しを前年比▲3.5%としている。もしこれが現実のものとなれば、2年連続のマイナス成長となるのは世界恐慌時以来となる模様である。

- 年明け以降の国際金融市場においては、米国による利上げが鈍化ないし難しくなっているとの見方が広がるなかで、それまでの「米ドル高」から一転して「米ドル安」が意識される展開が続いており、結果的にここ数年

大きく売り込まれてきた新興国・資源国通貨に資金が戻る動きが出ている。そうした事態を反映する形で通貨リアル相場は落ち着きを取り戻しているものの、足下の状況は投資家がブラジル向け投資を積極的に拡大させているという訳ではなく、ボラティリティが高い市場環境で短期資金を中心に「鞘取り」を狙った動きの類と捉えた方が良いでしょう。事実、昨年来の主要格付機関による相次ぐ格下げにより同国のソブリン格付は「投機的水準」になっており、長期投資家にとって同国は投資対象と見

做されない状況となっていることも、同国市場における外国人投資家の動きに影響を与えることは避けられない。他方、リアル安の進展によって欧米を中心とする事業会社などでは同国に対する直接投資に底堅い動きが出ているものの、これが現実化することで景気にとって直接プラスの影響をもたらすには時間を要するとみられるほか、リアル買い材料となるかも不透明な状況が続く可能性は高い。その意味においては、先行きのリアル相場については原油をはじめとする国際商品市況の動きに左右されやすい展開が続く上、景気低迷を脱する材料が見出しにくいことも重なり上値の重い状況が続く可能性があると予想される。

以上

図4 レアル相場(対ドル,円)の推移

