

Economic Monitor

ブラジル経済 UPDATE：連続マイナス成長の中にも評価できる材料

ブラジル経済は2016年10～12月期まで前期比で8四半期連続のマイナス成長となるなど、依然として経済回復には至っていない。しかし、①インフレ率低下により利下げが加速していること、②テメル政権の経済構造改革が着実に進展していることなど、評価できる材料も出てきている。今後は、年金制度など構造改革の本丸に取り掛かることになるが、国民・議会からの逆風を乗り越えて新たなブラジルを構築できるかどうか、汚職捜査が続く中で、テメル政権は正念場を迎える。

ブラジルはこれまで可能性に満ちた大国と見做されながらも、その潜在力を安定して顕在化させることに失敗してきた。ルーラ、ルセフと歴代政権が、資源ブーム期の「ボーナス」を経済構造改革ではなくバラマキに費やすポピュリズム政治を続けてきたために、ブームが去った後には固定化して膨張した歳出だけが残り、財政が悪化。政治も混乱する中で、リアル安や一過性要因もあり高インフレに見舞われ、2015～2016年には2年連続で3%を超えるマイナス成長を記録した。

しかしながら、ソブリン格付けで投資適格を失い、「落ちるところまで落ちた」結果として、テメル政権は漸く、歳出抑制や年金改革、労働法制改革など長年の懸案に取り組み始めた。一時的な景気刺激策によって循環的な回復を追うのではなく、構造的に変わり得る転換点に向けて進み始めたことは評価できる。

本稿では、足元の経済状況をGDP統計等から概観した後、インフレと金融政策、対外収支と為替の状況を確認することにより、これからいよいよ改革の正念場を迎えるブラジル経済の見通しを検討していきたい。

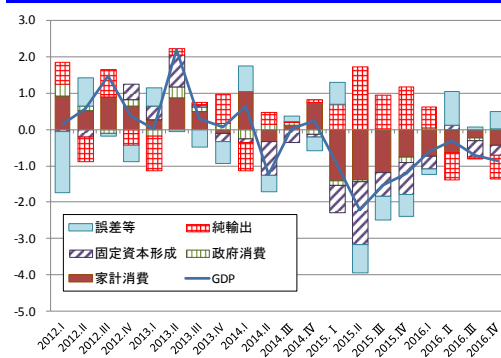
2015～16年は大幅マイナス成長

10～12月期の実質GDP成長率は前期比0.9%減となり、8四半期連続のマイナスとなった。マイナス幅は、2四半期連続で拡大。需要項目別では、政府消費がわずかにプラス（同0.1%増）となった以外は、全ての項目（家計消費、固定資本形成、外需）がマイナスとなった。

産業分野別では、農業が4四半期ぶりにプラス（同1.0%増）、鉱業が3四半期連続プラス（同0.7%増）となった以外は、全ての分野（製造、公益、建築、サービス）がマイナスとなっている。

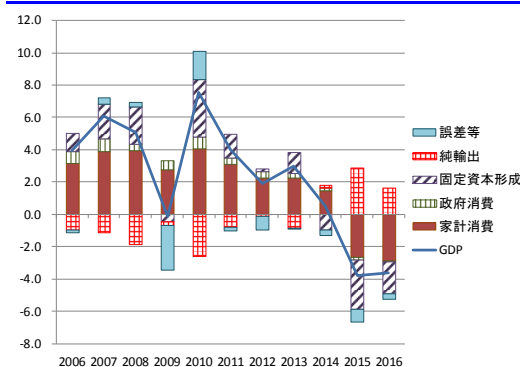
なお、2016年通年では実質GDP成長率は▲3.6%のマイナス成長となった。2015年の▲3.8%から2年連続での大幅なマイナス。需要項目別では、2年連続で内需（家計支出、固定資本形成、政府消費）が全てマイナスとなった。そうした内需の弱さから輸入が両年ともに大幅減、他方、「ブラジル売り」によるリアル安の追い風を受けて輸出が2年連続で増加した結果、外需は両年とも唯一

実質GDP成長率(寄与度、前期比、%)



(出所)ブラジル地理統計院

実質GDP成長率(寄与度、前年比、%)



(出所)ブラジル地理統計院

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

のプラス寄与項目となった。

産業分野別では、2015年は農業と鉱業がプラス成長、それ以外はマイナス成長だったが、2016年は、農業、鉱業もマイナス成長となり、半面、公益部門（電気、ガス等）がプラス、不動産が微増となった。製造、建設、商業などは軒並み2年連続でマイナス成長であった。

家計消費：年明け改善の兆しも本格回復は遠い

以下、需要項目別に足元の経済状況を概観すると、10～12月期GDPの家計消費は前期比0.6%減。マイナスは8四半期連続で、7～9月期は同0.3%減までマイナス幅が縮小していたが、10～12月期には拡大に転じた。

その背景には、一向に好転してこない雇用環境がある。失業率は10～12月が平均11.9%と前年同期から約3%Ptの悪化、今年2月も13.2%と前年同月比3.0%Pt悪化している。就業者数も、2015年9月以降、前年同月比マイナスが続き、10～12月は平均で同2.3%減、今年2月も同2.0%減。

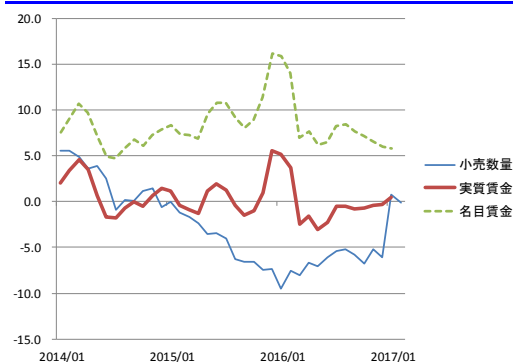
ただし、実質賃金については、改善が見られつつある。昨年3月以降、前年同月比マイナスが続いており、5月には同3.1%減まで落ち込んだ。ただし、その後は低下幅が縮小し始め、10～12月は平均で同0.5%減、今年1月には同0.5%上昇となり11カ月ぶりにプラス転じた。こうした実質賃金改善は後述するようにインフレ収束によるものであり、名目賃金はむしろ昨年夏以降、上げ幅を縮めてきている。

こうした仄かな改善は、消費者信頼感指数（2010年7月～2015年6月平均=100）にも反映されている。総合指数は、昨年夏にはルセフ前大統領の退陣とインフレの収束から将来指数を中心に底打ち反転はしたものの、その後は一進一退の状態となり、足元でも現在指数は依然としてリーマンショック時を大きく下回る水準にとどまっている。他方、将来指数は大きく振れながらも現在指数より回復の動きが強く、既にリーマンショック時は超えて足元3月は前月比5.1Ptと大きく上昇、「期待先行」ながらも総合指数も上昇して、こちらもようやくリーマンショック時の最低値を上回った。

こうした実質賃金とマインドの改善は足元の消費動向にも表れており、今年1月の小売売上（数量）は前月比5.5%と急増、前年同月比でもほぼ2年ぶりでプラス転（+0.8%）した。

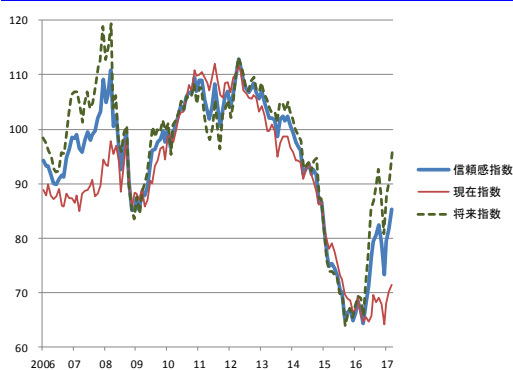
もっとも、このような政局とインフレ収束から来る「期待（将来指数）先行」に、雇用増などの「現状」が追い付き、消費が安定的に増加してくるまでには、まだ時間がかかる。経済構造改革は、政府支出への上限設定や年金改革、労働法制改革など、家計にとっては少なくとも短期的には逆風（いわゆる「痛み」）となるものであることから、そうした改革が短期的には消費に逆風となる可能性もある。後述するように今後利下げが進んで、経済構造改革とともに企業活動に好影響を与えて投資が活発化、そこから雇用増が

賃金/小売数量の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC(原資料:ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院)

消費者信頼感指数(2010年7月～2015年6月平均=100)



(出所)CEIC(原資料: Getulio Vargas Foundation)

見えてくるまでは、消費の本格回復は望みにくい。

固定資本形成：最悪期を脱する可能性

10～12月期の固定資本形成（設備投資、住宅投資等の合計）は、前期比1.6%減少した。2013年10～12月期に前期比マイナスとなって以降、2016年4～6月期に1四半期のみプラスとなった他は、マイナスが続いている。

ただし、回復に向けた材料は出てきている。これまで投資抑制要因としては、①高金利、②資源安、③政局不安定、④国営石油会社ペトロブラスの経営問題などが機能してきたが、①の高金利についてはインフレ収束に伴い解消が急速に進んでおり（後述）、また、②の資源安についても、原油価格や鉄鉱石価格などは、昨年来、価格が回復して徐々に落ち着きを取り戻しつつある。③の政局についても、汚職捜査に関連してテメル自身含めた新疑惑は相変わらず散発しているものの、今のところ、ルセフ政権時のような政権が揺らぐ方向には向かっていない。

また、④ペトロブラスの経営問題についても、これまで政府の経済成長促進やインフレ抑制などのツールとして利用されてきた同社の経営が、法改正等によって自主性を確保しつつあり、また、資産売却や社債発行などにより資金確保を進めており、これらの動きも一因となって10月にはMoody'sが同社の格付け引き上げ（B3⇒B2）を行い、さらに今年4月10日にもB1（positive）へと再度、格上げされた。依然として投機的格付けに留まるとはいえ、同社の経営が改善方向に進みつつあることは、ブラジル経済の設備投資面からも、また、政府が抱える偶発債務の顕在化が遠のくという面からも、重要といえる。

以上より、2017年のブラジルの設備投資動向としては、これまでの投資抑制要因がいずれも減退していくことから、最悪期を脱して緩やかな回復に向かうものと考えられる。

外需：2017年は輸出・入ともに拡大へ

最後に外需（純輸出）についてみると、10～12月期GDP成長への寄与度は▲0.6%Ptとなり、3四半期連続でのマイナス寄与となった。輸出減、輸入増の組み合わせとなり、7～9月期の▲0.03%Ptからマイナス幅が拡大した。

輸出は、前期比1.8%減で3四半期連続マイナス。為替相場が2016年はほぼ一貫して2015年のレアル安からの修正（レアル高）が続き、これが輸出には逆風となっている。貿易統計（数量インデックス）をみると、耐久消費財のみが前期比プラスとなったものの、それ以外の非耐久消費財、資本財、中間財、燃料はいずれも前期比マイナスとなった。主要品目のここ数か月の動向をみると（貿易統計・ドルベース・前年同月比）、自動車や鉄鉱石が好調であり、足元では大豆の輸出も回復している半面、航空機は昨年12月以降、二桁減が続いている。

輸入は、前期比3.2%増となり2四半期ぶりのプラス。貿易統計（数量インデックス）をみると、10～12月期は、耐久消費財が牽引する一方、燃料は大幅減となった。資本財は、設備投資の不振を受けて、前期比マイナスが続いた。

貿易統計（名目ドルベース）を通年でみると、輸出は乗用車や航空機が伸びたものの、鉄鉱石の減少や大豆の不作などにより全体では前年比3.1%減。輸入は、燃料が価格・数量ともに減少、内需の弱さから消費財、資本財いずれも減少して、同19.8%の大幅減となった。

2017年の見通しとしては、輸出については、主力の大豆（2016年の輸出全体に占めるシェア：10.4%）は昨年の不作から回復が見込まれ、自動車輸出（同：2.5%）なども昨年来の好調が維持されている。他方、輸入については、ブラジルでは内需、特に設備投資の回復が資本財輸入の増加に直結する経済構造となっているため（資本財生産の輸入依存）、投資拡大に向かえば輸入もまた増えることが見込まれる。以上より、ブラジルの輸出・入は、ともに拡大方向となることが予想される。

インフレ率急低下により、利下げが可能かつ必要な状態に

物価状況については、消費者物価指数（IPCA）上昇率が、2016年1月に前年同月比10.7%上昇でピークを付けてから緩やかに低下を始め、さらに、年後半からは低下ペースを加速させた。足元では、2017年3月の上昇率が同4.6%、前月比でも0.2%と安定している。

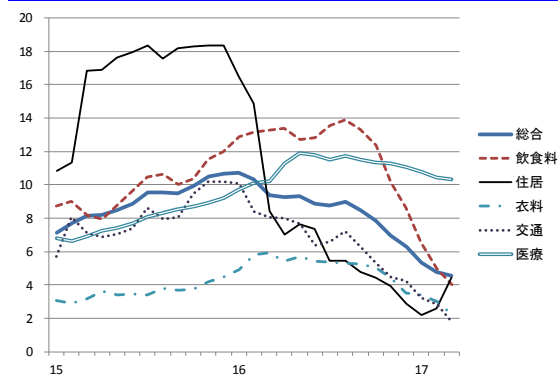
2016年年初にかけてのインフレ率上昇は、従来からの高インフレ体質に加えて、①制度改定等による光熱費等の価格上昇、②渇水のため低コストな水力発電の稼働率が低下したことによる電気代上昇、③天候不順等による食料価格上昇、④レアル安に伴う輸入物価上昇の4つの要因が重なって生じたものであった。これら要因のうち、①については、2016年前半までで、制度改定の影響が一巡した。②についても、渇水が収まり発電コストが低下、それが川下の光熱費低下につながった。光熱費は右図では「住居」費に含まれていることから、光熱費高騰の一巡により、「住居」費の上昇率も2015年12月の前年同月比18.3%から3か月で同8.4%まで低下した。また、③については、2016年夏までは天候不順などで上昇が続いたが、秋以降解消に向かい（右図の「飲食料」）、また、④についても、2016年にはレアル安修正（レアル高）となったことから、輸入物価の動きもインフレ圧力からデフレ圧力へと変化していった。レアル安修正の影響は、衣料はじめ、広範な品目のインフレ低下に表れている。

このほか、マイナス成長が続いたことによるブラジル経済全体での需給減退は、着実にインフレ圧力を減らしている。さらには、テメル政権が進めた歳出上限法案の成立によって、今後、歳出増加率がインフレ率を超えそうになれば、公務員手当などにも制限がかかることになるため、高インフレ体質改善の一助となるとともに、インフレ期待を鎮める効果も期待される。

こうしてみると、2016年年初にかけての高率のインフレは、天候要因など偶発的な要素も加わってのものであり、また、その後の政策推進によって経済構造改革も進みつつあることから、再び、高インフレに陥るリスクはかなり低減してきたものと考えられる。

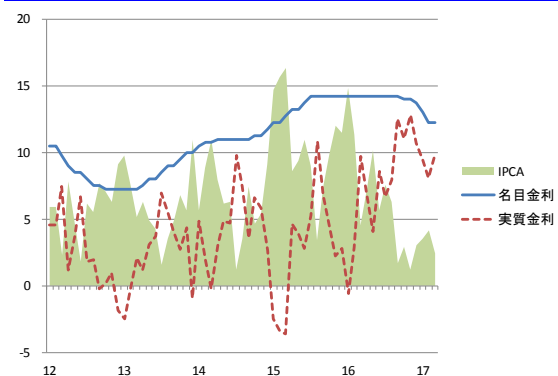
他方、急速なインフレ率低下を受けて、ブラジルでは実質金利が急上昇している。具体的には、ブラジルの政策金利は2015年7月から2016年10月まで14.25%で維持されていたが、インフレのピークであった2016年年初頃は実質金利が0~3%程度まで低下していた。その後、インフレ率が低下するにつれて実質金利は上昇していき、インフレ率が一気に前月比0.1~0.2%（年率1~3%）程度まで低下した9~12月には実質金利は10%を超えた。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC(原資料:ブラジル中央銀行)

政策金利および消費者物価の推移(%)



(出所)CEIC(原資料:ブラジル中央銀行)

実質金利が上昇・高止まりすれば、冷え込んでいるブラジル経済をさらに悪化させることになるため、ブラジル中銀としては、利下げペースを加速させる必要に迫られていた。

ブラジルの経済環境としては、上述のように、インフレが加速し始めるリスクはかなり低下してきたこともあり、ブラジル中銀は、利下げ幅を拡大しての連続利下げ（1、2月は0.75%Pt、4月は1.0%Pt）に踏み切れた。3月のIPCAは前年同月比4.6%、前月比年率2.4%といずれでもブラジル中銀のインフレターゲット（4.5%を中心として、上限が6.0%、下限が3.0%）の範囲内あるいはそれ以下の水準にあり、1～3月の前月比年率平均も3.4%と落ち着いている。ブラジル経済の停滞を踏まえれば、引き続き、利下げによる景気刺激が必要な状況といえ、ハイペースでの利下げ継続が見込まれる。

利下げを続けてもレアル危機再燃リスクは低い

ここで考慮すべき課題は、こうした金融政策運営が海外経済情勢を踏まえて尚、整合的であるかどうかであろう。具体的には、大きく政局が混乱した2015年から16年年初にかけて通貨レアルが売り込まれたが、今年、米国が利上げを進める局面において、新興国であり、投機的格付けしか持たないブラジルが利下げを推進した場合に、再度、レアル売りを呼ぶリスクがないかという点である。しかし、以下で示す通り総じて状況は改善してきており、急激なレアル売り再燃のリスクは限定的と考えられる。

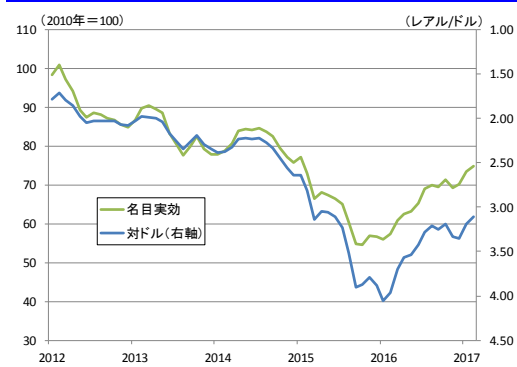
第1に、政治情勢では当時と現在で大きな進展があった。2015～16年にかけてはルセフ前大統領の弾劾に向けて政局は混迷を深めていた時期であり、政権は議会と対立し、構造改革を進められるような状況ではなかった。現在も、政権の支持率が低迷し、汚職捜査が続いている点は同様だが、議会の多数を政権与党が押さえ、歳出上限設定の憲法改正が成立、次いで、長年の懸案であった年金改革等に着手されている点は、当時とは大きく異なる。

年金改革自体は受給開始年齢の引き上げなどかなりの「痛み」を伴うものとなるだけに、議会内および国民世論からは既に強い反対が出ており、逆風の強まりを見ると先行きを楽観できる状況ではない。しかし、テメル政権が一步ずつでも改革を進め、実績を残し始めている点は大いに評価できる。

第2に、ブラジル向け直接投資は活発な状態が続いている。昨年12月は歴代2位となる154億ドルを記録（1位は2010年12月の204億ドル）、通年では累計789億ドル（前年比5.7%増）、特に、昨年10月から今年1月にかけては4カ月連続で80億ドル超と好調であった。直接投資は、前回レアルが売り込まれた2015～16年も安定して推移していたが、昨年末からは勢いが増している。

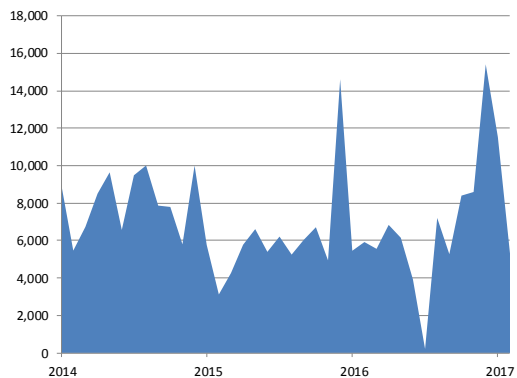
また、ブラジル政府は債務削減と経済活性化のためにインフラ施設のコンセッションも進めている。3月16日には4空港の経営権入札が行われ、各々、ドイツ、フランス、スイスの大手空港運営企業が落札、落札額は総額37.2億レアルにのぼった。今回の入札には、汚職捜査の対象となっているブラジル国内の大手建設企業やブラジ

為替レートの推移



(出所) CEIC (原資料: ブラジル中央銀行)

対内直接投資 (ネット、フロー) の推移 (百万ドル)



(出所) CEIC (原資料: ブラジル中央銀行)

ル空港インフラ業務公社（インフラエロ）が不参加となり、海外勢が制した。

全体の対外収支（貿易収支、経常収支）についても、内需不振から輸入が停滞していることもあるが、2015年半ば以降、赤字幅が縮小した状態で概ね安定している。2015年末当時も現在も、いずれにおいても、ブラジルは「リアル売り」に対して十分なバッファ（外貨準備残高）を有する。2015年末の外貨準備残高3,687億ドル、外貨準備の対短期債務残高比率320%に対して、2016年末では、各々、3,722億ドル、335%である。

第3に、2015～16年当時と比べると、インフレが収束している。リアル安の修正が進んだこと自体も一因ではあるが、それだけではない複数要因の改善によりインフレ率が大きく低下、実質金利が上昇するとともに通貨の信頼性も増して、リアル売り圧力を低減させている面がある（リアル安修正の「原因」と「結果」の好循環）。前述のように、高インフレに戻るリスクは低下しており、この好循環が今後も続き、ハイペースでの利下げ継続が可能な状況もまた当面維持されることが見込まれる。

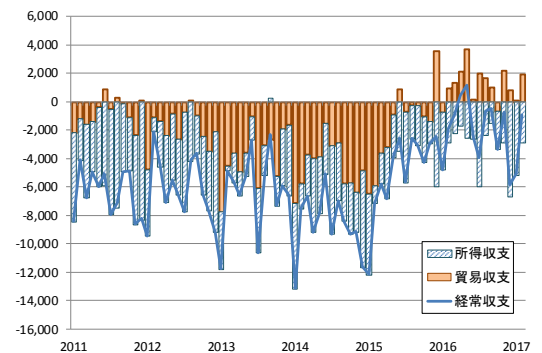
他方、リアル相場に対するマイナス要因としては、第1に、成長回復の遅れであり、それと関係するが、第2に、政府債務の問題がある。2017年の連邦政府のプライマリー収支目標（1,390億レアルの赤字）を達成するために、政府は3月29日に582億レアルの財政調整策を発表（歳出凍結で421億レアル、インフラ売却等による歳入増で161億レアル）。さらに4月7日には、2018年の収支目標赤字額を予算策定時の790億レアルから1,290億レアルに下方修正した。その結果、連邦財政のプライマリー収支は対GDP比では2018年でも依然として1.8%の赤字となり、黒字化は2020年までかかることになる。政府は下方修正の要因について、企業業績は回復しても税収に反映されるまでには時間がかかることを挙げているが、それは従前より分かっていたはずのことであり、テメル政権になっても依然として税収の見通しの甘さが続いていることが露わになった。

「これまでのブラジル」からの脱却なるか

以上、見てきたように、ブラジル経済は、2016年前半までは緊縮財政と高金利から経済が縮小する一方であり、マイナス成長は10～12月期まで続いているものの、2017年については、インフレ収束と資源価格回復、経済構造改革の進展などからプラス成長が見込めるようになってきている（ブラジル中銀取り纏めの市場見通し（4月13日付）では、2017年の実質GDP成長率は0.4%増、2018年は2.5%増）。それが3月のMoody'sのブラジルの格付け変更（Ba2 negative⇒stable）や、株式指数（足元でやや軟調ながら、今年に入ってから過去5年間でみて最高値圏）、活発な対内直接投資などに表れている。

ただし、構造改革については未だ期待先行の部分が多く、年金制度など改革に伴う「痛み」が大きくなるにつれて、国民や議会からの逆風もまた強まっている。テメル政権は一步步改革を進めてきており、経済構造改革が逆戻りするリスクは着実に低減してきてはいる。しかし、強まる逆風を受けて、ここで改革が尻すぼみに終われば、ブラジルの高コスト体質・インフレ体質・財政赤字体質は半ば以上が温存されることになる。資源価格に連動して経済もまた好況と不況を繰り返す、これまでのブラジルからの脱却が可能となるか、テメル政権はこれから正念場を迎える。

経常収支(貿易収支、所得収支)の推移(百万ドル)



(出所)CEIC(原資料:ブラジル中央銀行)