

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

構造問題への取り組みを優先すべきブラジル

ブラジル経済は回復しつつあるが、その歩みが極めて緩慢な一方、インフレ抑制には未だ成功せず。高インフレと経常収支のインバランスという構造問題を解消するためには、金融・財政の引き締めによる過剰消費の抑制が不可避。過剰消費の抑制により、国内貯蓄が増加し、経常収支のインバランスが緩和されると共に投資拡大も可能に。また、需給緩和によりインフレも鎮静化へ向かう。問題は、そうした短期的に不人気の政策を推進するだけのリーダーシップを政治家が発揮できるか否か。

レアルが金融危機時と同水準まで下落

ブラジルの通貨レアルが、2014年1月末に1ドル当たり2.44レアルと金融危機直後の2.5ドルとほぼ同水準まで下落した。レアルは米Fedによる資産買入縮小（Tapering）開始の観測を受けて2013年夏に急落した後、ブラジル政府による為替介入¹などを受けて一旦は2.15程度まで持ち直したが、その後、後述するブラジル経済のスタグフレーション的な状況を受けて再び下落へ転じた。更に2014年入り後は、国境を接する隣国であり、かつブラジルにとって中国、米国に次ぐ第三位の輸出仕向け地であるアルゼンチン²に対する金融市場の懸念の高まりも響き、レアルに対する下落圧力に拍車がかかっている。

アルゼンチンとは異なるが...

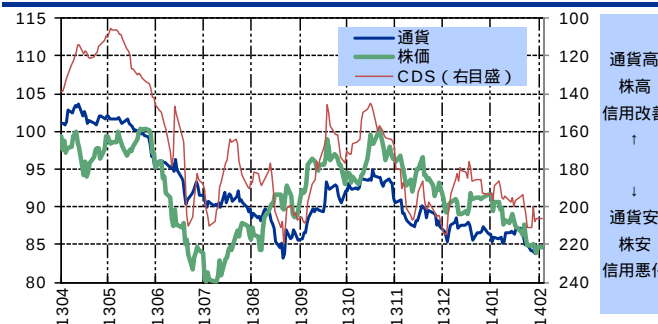
アルゼンチンはパリクラブ債務国であり、国際金融市場からの調達ができないばかりか、対民間でも債務問題が燻っている。また、経済情勢を見ても、公式値で10%、民間試算による実勢では20%を大きく上回る高インフレを抱えている。更には、そもそもインフレや

中南米通貨の推移（2008年初=100、対ドル）



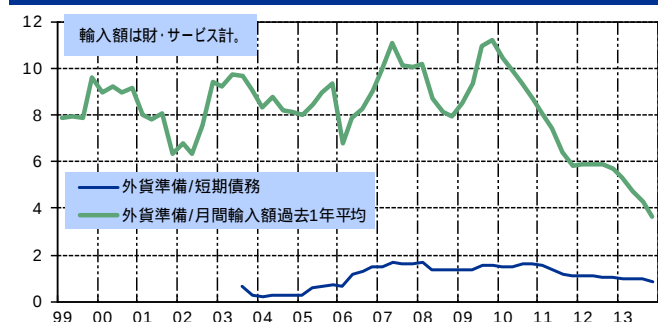
(資料)Bloomberg

ブラジル金融指標（通貨、株価は2013/5/21=100、CDSはBp）



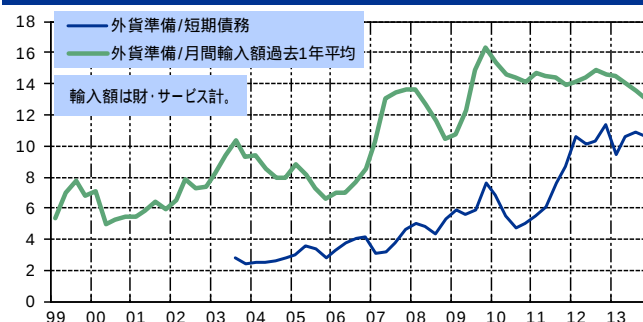
(資料)Bloomberg

アルゼンチンの外貨準備保有度合い（倍）



(出所)IMF, Worldbank

ブラジルの外貨準備保有度合い（倍）



(出所)IMF, Worldbank

¹ 為替介入の詳細は2013年9月2日付Economic Monitor「ブラジル経済の調整は当面続くも、通貨安への備えはあり」を参照。

² アルゼンチン向け輸出は総輸出の8%程度を占めた。

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。見直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。

GDPの統計が信頼に足らず、経済の実情把握も十分にはできない³。そうしたアルゼンチンと、曲がりなりにも投資適格国であるブラジルの置かれたステージは全く異なる。最後のバックストップである外貨準備に関しても、ブラジルは極めて潤沢である。ただ、ブラジルも、景気回復の動きがいつになっても明確化せず、かつインフレ抑制も十分に進まないなど、大きな構造問題を抱えていることを否定はできない。

本稿では、ブラジル経済の現状を振り返りつつ先行きを展望した上で、構造問題への処方箋を考える。

持ち直しつつあるが、鈍い景気回復

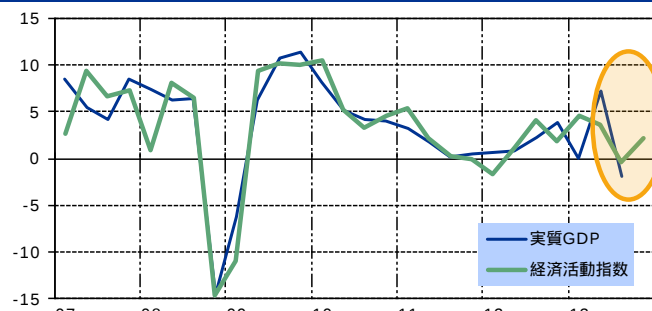
ブラジル経済は、方向としては緩やかに持ち直しつつあるが、その歩みは他の新興国との比較のみならず、先進国との対比においても極めて緩慢である。実質GDP成長率から確認すると、2013年1～3月期に前期比年率▲0.5%とマイナス成長に陥った後、4～6月期に7.2%の高成長へ転じた。7～9月期には▲1.9%と再びマイナス成長を余儀なくされたが、最悪期は脱したと言える。なお、月次GDPに相当する経済活動指数を見ると、10～11月平均は7～9月期を前期比年率に換算したベースで2.2%上回っている。

成長率を前年比で見ても、2013年1～3月期の1.8%が、4～6月期3.3%、7～9月期2.2%と幾分上昇しており、持ち直しの動きが読み取れる。依然としてボラタイルではあるが、ブラジル経済は、方向としては上向いていると判断できる。経済活動指数などを参考に、当社は10～12月期の成長率を前期比年率2%程度と想定しており、その場合2013年の平均成長率は2.2%になり、2012年の1.0%から高まる。

輸出は工業品を中心に緩やかな回復

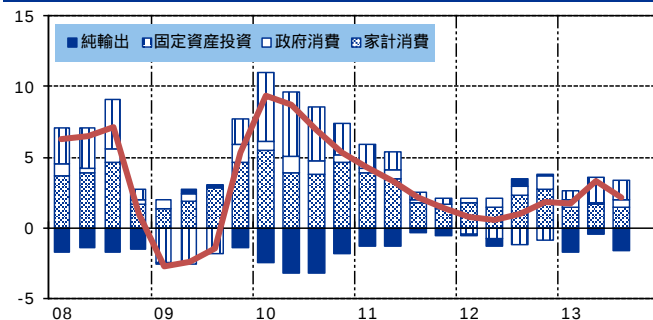
ブラジル経済が持ち直しつつある要因として、緩やかながらも輸出が回復しつつある点と固定資本形成の拡大を指摘できる。まず、GDPベースの輸出は1～3月期に前年比▲5.7%と減少した後、4～6月期6.3%、7～9月期3.1%と増加しており、また貿易統計で見ても、ドル建と当社試算のリアル建ともに上向きの動きが確認できる。こうした輸出増加には、冒頭で述べたリアル安が寄与している。ブラジルは中南米の中では相対的に工業化が進んでおり、リアル安は航空機や自動車などの輸出にプラスに働く。但し、名目輸出額の

ブラジルの実質GDPと経済活動指数（前期比年率、%）



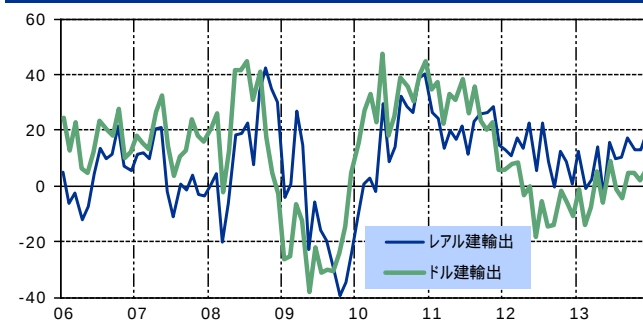
(出所)CEIC, Bloomberg

実質GDP（前期比年率、%）



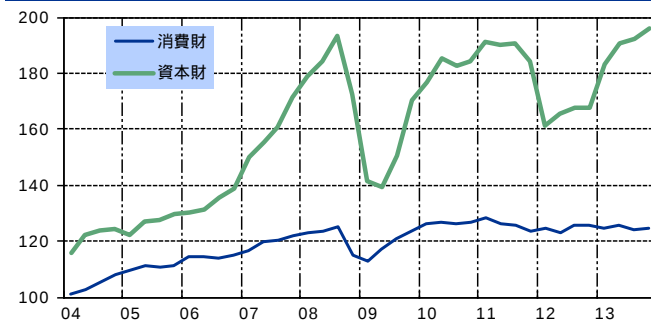
(出所)CEIC

輸出額の推移（前年比、%）



(出所)CEIC

鉱工業生産の財別推移（2002=100）



(出所)CEIC

³ アルゼンチン経済については2013年11月19日付 Economic Monitor「アルゼンチンは再び試練の時を迎える」を参照。

47%⁴は鉱物や農産物などの一次産品である。そうした一次産品はドル安の恩恵が相対的に小さく、また一次産品の主たる輸出仕向け地である中国経済が勢いを欠く。そのため、全体として輸出は回復しつつあるものの、けん引役たりえる程の力強さはない。

固定資本形成が大幅に増加

固定資本形成は2012年10～12月期まで4四半期連続で前年水準を割り込んだが、2013年入り後は1～3月期前年比3.2%、4～6月期9.1%、7～9月期7.3%と堅調な推移を示している。設備投資の裏付けになる国内資本財生産や資本財輸入も拡大している。

こうした固定資本形成の拡大の一因として、2014年6～7月のワールドカップ開催に向けたインフラ整備が指摘できる。ワールドカップ開催後にはそうしたインフラ整備は縮小へ向かう。2016年夏季五輪向けの整備があるほか、自動車セクターのブラジル投資活発化などもあり、固定資本形成の大崩れはないと考えられるが、累次の金融引き締めの影響もあり、伸びは鈍化するだろう。

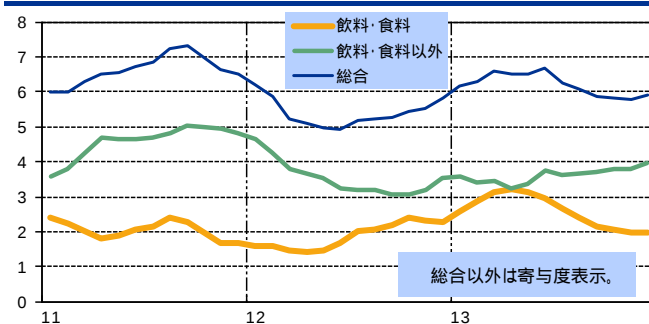
インフレと金利上昇により個人消費減速

個人消費は減速の動きが明確である。2011年の前年比4.1%が、2012年は3.2%へ低下、2013年1～9月期には更に2.4%まで伸びが鈍化した。代表的な耐久財である新車の販売台数も、2012年の前年比4.6%から、2013年は▲0.9%と小幅ながら減少へ転じている。個人消費を下押ししているのは高インフレの継続と、そのインフレ抑制のための金融引き締めである。

インフレ鎮静化が遠い

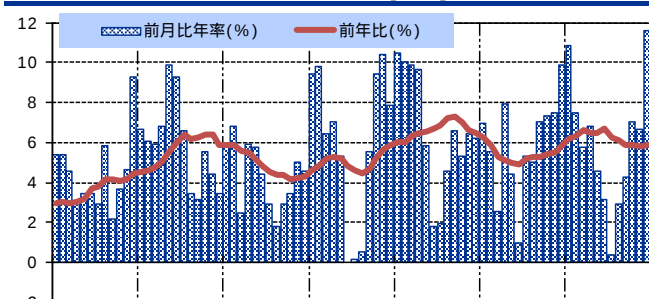
まず、消費者物価に相当するIPCAは、暦年平均で見て2012年の5.4%が2013年は6.2%へ上昇した。2013年中の動きを確認すると、2012年12月時点の6.2%が6月に6.7%まで上昇した後、2013年12月には5.8%へ低下しており、インフレ上昇は峠を越したように見える。しかし、2013年後半のインフレ率低下は、不作などによる食料・飲料価格の上昇が一巡したためであり、他の品目についてはインフレ圧力の低下が確認できない。また、瞬間風速を示す前月比年率で見ると、7月に0.4%まで鈍化したものの、その後は再び上昇へ向かい12月は11.6%まで高まっている⁵。価格弾力性が低い食料・飲料の価格低下は、家計の実質可処分所得に対して多少のプラスと言えるが、ブラジ

IPCAの推移（前年比、%、% Pt）



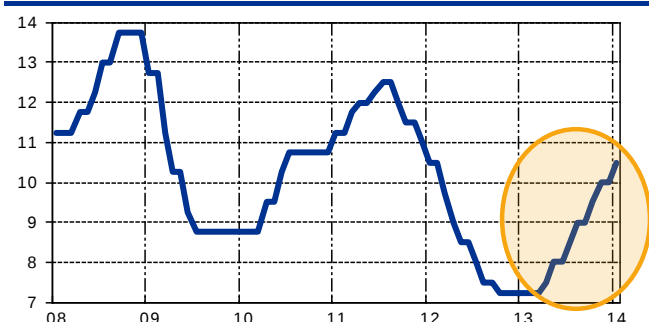
(出所)CEIC

IPCAの推移（%）



(出所)CEIC

SELIC金利の推移（%）



(出所)CEIC

⁴ 2012年46.8%、2013年46.6%。

⁵ 推移を見ると年央に低下が目立ち、公式の季節調整値では、季節性が十分に除去できていない可能性がある。しかし、12月同士を比較しても、過去に比べ、2013年12月の前月比は極めて大きい。

ル経済がインフレ抑制に成功したとはとても言えない。

利上げサイクルは当面継続

そのため、ブラジルの中央銀行である BCB は積極的な利上げを継続している。1月15日の COPOM（金融政策決定委員会）でも 0.5%Pt の追加利上げを行い、政策金利である SELIC 金利を 10.5%とした。累計の利上げ幅は 3.25%に達する。1月 COPOM では公表文において、0.5%Pt の引き上げに関して「現時点では妥当」との表現が用いられており、0.5%Pt の利上げペースが今後鈍化する可能性が示唆されている。ただ、既に述べたようにインフレ鎮静化の動きが確認できないため、利上げサイクルは当面継続する可能性が高い。2014 年内に SELIC 金利は 11%台に達するだろう。

対外収支は悪化傾向

内需は個人消費が減速したものの、固定資本形成は伸びを高めため、輸入抑制に至っていない。その一方で、輸出は回復しつつあるもののペースが緩慢なため、ブラジル経済の対外収支は 2013 年に悪化した。まず、貿易収支（経常収支ベース）の黒字幅は 2012 年の 194 億ドルが 2013 年は 26 億ドルへ急減した。但し、2013 年上期の 31 億ドルの赤字が下期は 56 億ドルの黒字へ幾分回復している。こうした貿易収支の黒字幅縮小に加え、サービス収支と所得収支において赤字幅拡大が続いたため、経常収支の赤字幅は 2012 年の 542 億ドルが 2013 年は 814 億ドルへ拡大した。経常収支の赤字幅は、直接投資により概ねファイナンスされている。ただ、直接投資による資金流入が経常赤字を明確に上回っていた 2012 年までとは異なり、2013 年は若干だが、経常赤字が直接投資による資金流入を上回った。

財政収支も悪化傾向

最後に、ブラジルの財政収支にはなお余裕が存在するものの、悪化傾向にある。税収の伸びを上回る歳出拡大により、基礎的財政収支（プライマリーバランス）の黒字幅が縮小傾向にあり、2013 年は名目 GDP 比で 1.9%と 2012 年の 2.4%から低下し、政府目標の 2.3%を下回った。また、利払い費を含めた総合的な財政収支は 2012 年の名目 GDP 比 ▲2.5%から 2013 年は ▲3.3%へ赤字幅が拡大した。

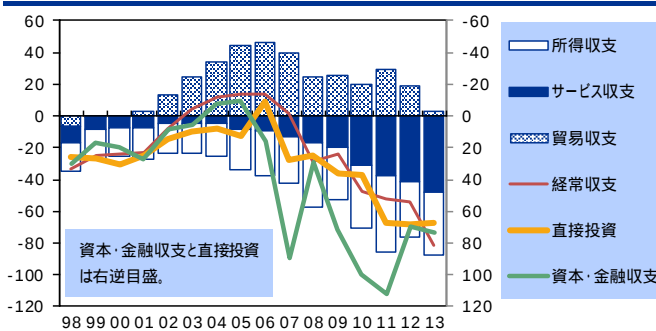
2014 年は 2.2%の成長を予想

ブラジル経済は最悪期こそ脱したものの、未だインフレ抑制に目途がついていない。そのため、2014 年もインフレ抑制のための利上げが継続し、経済成長を抑制すると考えられ、GDP 成長率は 2013 年と同水準の 2.2%にとどまる見込みである。一方、2015 年には漸くインフレ抑制が実現し、成長率も上昇へ向かうと予想される。2014 年の成長率は 3.0%と想定している。

痛みを伴う改革が必要

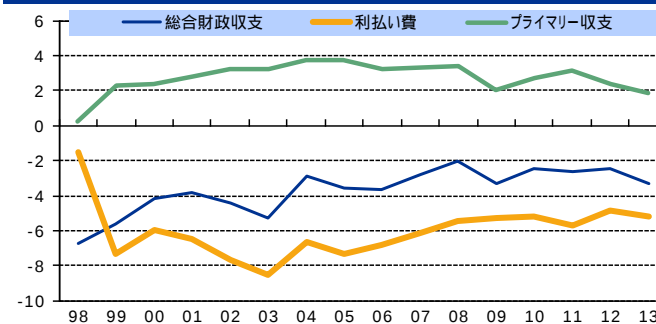
冒頭で指摘したように、ブラジルは潤沢な外貨準備を保有している。そのため、ブラジル・レアルと同様

対外収支の推移（10億ドル）



(出所)CEIC Data

財政収支の推移（名目GDP比、%）



(出所)CEIC Data

の、もしくはそれ以上の通貨安に見舞われている一部の新興国とは状況が異なり、時間的余裕はある。しかし、そうした余裕にあぐらをかいて待つのみでは、いずれ危機的状況に至る可能性を否定できない。以前の資源ブームのような神風が吹くとは限らず、時間的余裕のあるうちに改革を進める必要がある。

ブラジル経済が、経常収支のインバランスと高インフレという構造問題から脱するためには、痛みを伴う改革の実施が不可避と考えられる。まず行うべきは、過

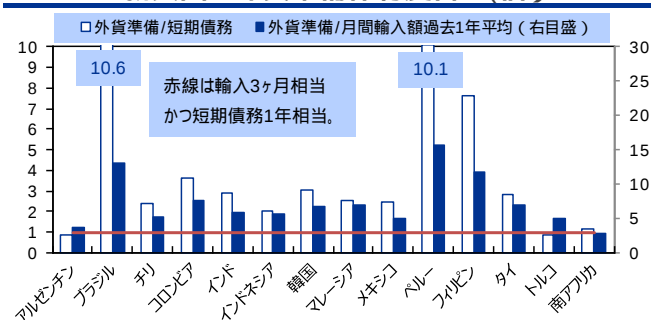
剰消費とインフレの徹底的な抑制である。2013年に個人消費は減速したが、過剰消費が終息したわけではない。過剰消費は過少貯蓄と表裏の関係にあり、それは同時に国内における投資資金の不足を意味している。従って、ブラジルにおいては、一層の個人消費を中心とした内需の抑制を進める必要がある。それは同時に国内貯蓄の増加を通じて、投資拡大をもたらすだろう。投資拡大は、資本財輸入の増加による経常赤字拡大圧力となり得るが、過剰消費の抑制と国内貯蓄の拡大により十分に相殺できる。一方、過剰消費の抑制と国内投資の拡大による生産能力拡大は、国内需給の緩和を通じて、インフレ圧力を和らげる。

従って、構造改革を実施するためには、まずは財政政策と金融政策の両面での引締めが必要である。当然ながら、金融政策はインフレ圧力が明確に緩和されるまでの利上げの継続となる。一方、財政政策に関しては、単なる引締めではなく、同時に国内投資を喚起する視点が欠かせない。

インフラ整備の遅れを踏まえれば、民間のみならず政府によるインフラ投資も実施すべきであり、財政政策の引き締めは、公共投資の圧縮ではなく、政府部門の簡素化による公務員人件費など政府消費支出の圧縮を主体として進める必要がある。そうした政府部門の簡素化と整合的なかたちで、規制緩和が進み、民間の経済活動を阻む複雑な種々の制度いわゆるブラジルコストが緩和されれば、内外経済主体の投資を促すことにもなるだろう。

こうした引き締め政策は、第一の目的を個人消費の抑制に置くため、短期的には、ブラジル国民から不人気な政策となる可能性が高い。しかし、長期的には、インフレ抑制と国内産業の拡大による就業機会の増加をもたらす、国民に恩恵をもたらす。どこの国でも結論は同じだが、最終的な問題は、政治がそうしたリーダーシップを発揮できるか否かである。

新興国の外貨準備保有度合い(倍)



(出所) IMF, Worldbankより伊藤忠経済研究所作成。