

ワールドカップ開催直前も低迷が続くブラジル経済

ワールドカップ開催を控えたブラジル経済は2013年に続き、2014年1～3月期も低迷。雇用情勢が悪化する下で個人消費が減速し、固定資産投資も勢いを欠く状況。輸出は実質ベースでは増加も、商品価格下落が重石となり、対外収支は悪化。中央銀行は政治配慮もあり、利上げを停止も年末には再利上げを余儀なくされる可能性あり。成長率は2014年1.5%、2015年2.3%にとどまる見通し。

ワールドカップ開催を控えるブラジル

6月12日から約一ヶ月間の日程で、2014FIFA World Cupが、ブラジルで開催される。ブラジルでの開催は1950年以来64年ぶり、南米開催も1986年のメキシコ以来となる。過去、南米開催において、南米以外の国が優勝したことはなく、今回のワールドカップでもブラジル代表の前評判は極めて高い。そうした一大イベントであるワールドカップを控えるブラジルではあるが、少なくとも開催前の段階では、過去の開催と比べて盛り上がりにかけてどころか、ワールドカップに要する多額の費用への反発からデモが行われるなど、寧ろネガティブな報道が多い。様々なワールドカップ関連施設の整備が間に合うのかどうかも未だはっきりしない。もちろん、ナショナル・チームが現地入りし、またブラジル・チームが活躍すれば、雰囲気は一変するとの見方もあり、実際の盛り上がり度合いは蓋を開けて見なければ分からない。ただ、ワールドカップが事前の盛り up を欠く一因として、低迷する経済情勢や高インフレ、そして政治不信を指摘するのは間違いではないだろう。

経済情勢は低迷

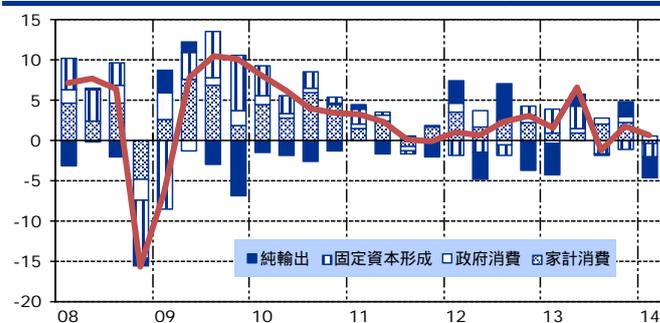
ブラジルの経済情勢は、端的に言って芳しくない。

2013年及び2014年1～3月期のGDP動向を確認すると、まず2013年の成長率は2.5%になり、2012年の1.0%から高まった。しかし2010年に7.5%の高成長を記録した後は、2011年2.7%、2012年1.0%、2013年2.5%と、IMFが潜在成長率と考える3.5%を大きく下回る状態が続いている¹。更に、5月30日に公表された直近2014年1～3月期の実質GDP成長率は前期比0.2%（年率0.7%）、前年比でも1.9%にとどまり、2013年暦年の成長率である2.5%を大きく下回った。

雇用情勢悪化を受けて個人消費は減速

内訳では、まず、個人消費が2012年前年比3.2%から2013年は2.6%へ3年連続で減速し、2014年1～3月期も前年比2.2%にとどまるなど明確に鈍化している。ブラジル政府は、耐久財購入などのための減税など需

実質GDP（前期比年率、%）



(出所)CEIC

実質GDP（前年比、%）



(出所)CEIC

¹ “Brazil: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation” IMF, October 23, 2013

要喚起策を講じてきたが、結果を見る限り、消費需要は喚起されなかった。代表的な消費関連データである実質小売業販売も 2012 年前年比 8.6%が 2013 年は 4.2%へ減速した。また新車販売は、国内自動車産業保護の輸入規制による人気車種の不足も響き、低調である。

個人消費の前提としての雇用環境を見ると、失業率(試算した季節調整値)は 2014 年 4 月に 4.6%となり、既往の最低水準を更新した。失業者数も 3 月、4 月と 2 ヶ月連続で前月比 5%を超える大幅減少になっている。しかし、こうした動きは雇用者数の増加によって引き起こされている訳ではない。雇用者数は 2013 年終盤以降、ほぼ横ばい推移にとどまる。つまり、失業率の低下は、労働市場の需給緩和により労働者が職探しを諦め、労働市場から退出し、労働力率が低下したために生じている。日本や米国などの先進国とは異なり、ブラジルの労働力率低下は高齢化要因によるものではない²。雇用情勢の悪化が、消費減速に繋がっていると考えられる。

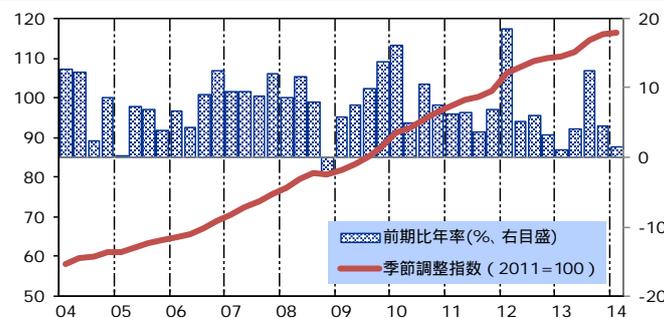
固定資本形成は 2013 年に持ち直したが...

消費低迷の一方、ワールドカップのためのインフラ投資などが寄与し、固定資本形成は 2013 年に前年比 5.2%(2012 年 4.0%)と 3 年ぶりに増加し、GDP を押し上げた。但し、固定資産投資拡大のうち一定部分は、投資財輸入の増加による純輸出のマイナス寄与により相殺されている。また、ワールドカップ向けインフラ整備の遅れが指摘されるにも関わらず、2014 年 1~3 月期の固定資本形成は前期比年率 8.1%、前年比でも 2.1%と 5 四半期ぶりに前年水準を割り込んでおり、開催に向けての懸念を強めるデータと言える。

輸出は数量ベースで増加も、価格低下に苛まれる

2013 年の輸出は、GDP 統計の実質ベースが前年比 2.5%(2012 年 0.5%)と増加、輸出数量指数で見ても 3.1%(2012 年 0.3%)と緩やかに回復した。2013 年は農産品や鉄鉱石などの一次産品の輸出が特に堅調に推移したほか、自動車以外の輸送機械(おそらく航空機)の輸出が 10~12 月期に急増したことも輸出水準の押し上げに寄与している(但し、2014 年 1~3 月期はこの反動減により低調だった)。ブラジルとアルゼンチンが共に保護貿易政策を講じたためのアルゼンチ

実質小売業売上高(2011=100,前期比年率,%)



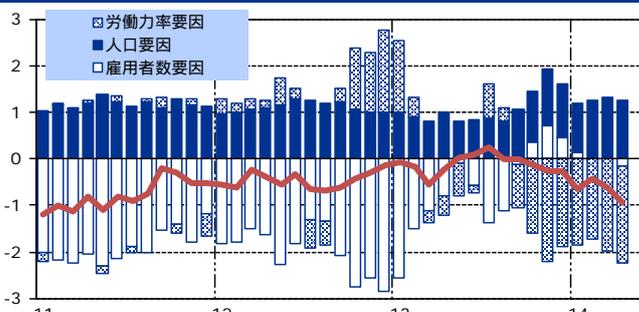
(出所)CEIC Data

新車販売の推移(年率,千台,季調値)



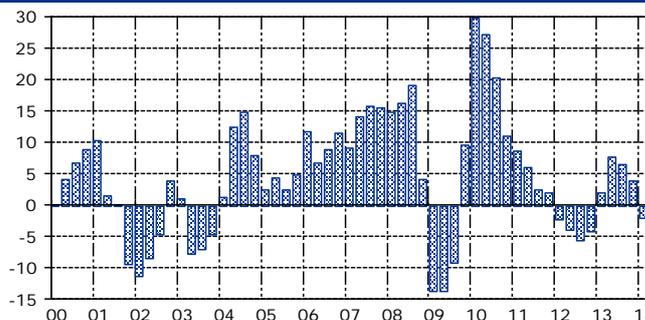
(出所)CEIC

失業率前年差の要因分解(%Pt)



(出所)CEIC

固定資本形成の推移(前年比,%)



(出所)CEIC

² 世銀推計では、ブラジルの 65 歳以上人口比率は 2010 年に 7.0%、2015 年でも 7.9%にとどまる。

ン向け輸出の低迷を補った。しかし、資源価格を中心に商品市況が軟調に推移しているため、ドル建ての名目輸出額は2013年に0.2%（2012年5.3%）と小幅ながら2年連続で減少してしまった。

一方、2013年の輸入はGDPベースの実質で前年比8.3%（2012年0.2%）、数量指数も8.6%（2012年）と大幅に増加した。自動車を中心に耐久消費財の輸入が減少したものの、燃料や資本財の輸入が増加し、高水準を維持した。ドル建ての輸入額も7.4%の増加である。

対外収支は大幅に悪化もファイナンス懸念はない

輸出の（実質ベースでの）回復ペースを上回る、輸入の増加により、対外収支は実質ベースと名目ベースを問わず2013年に悪化した。貿易黒字は経常収支ベースで26億ドル（2012年194億ドル）まで縮小し、経常赤字は811億ドル（2012年542億ドル）へ膨らんでいる。こうした経常赤字は、多くが直接投資によりカバーされ、また2012・2013年に幾分縮小したポートフォリオ投資による資本流入も足元で復活しつつある。加えて、後述する潤沢な外貨準備も勘案すれば、ブラジルに差し迫ったファイナンス懸念がある訳ではない。

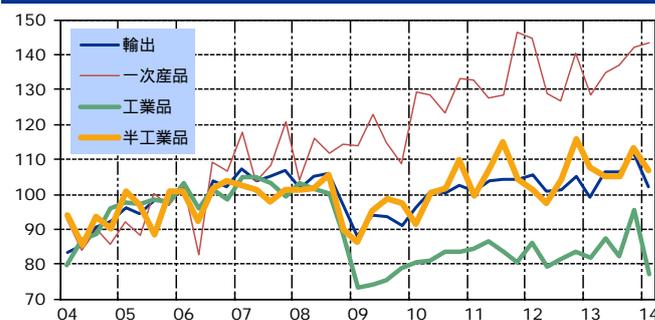
なお、2014年1～3月期の貿易収支（原系列）は61億ドルの赤字となった。ブラジルの対外収支が悪化傾向にあるのは確かだが、例年1～3月期は貿易収支が低水準となりやすい季節性もある。前年の2013年1～3月期も52億ドルの赤字だった。

インフレ率は高止まり

インフレ率は高止まりした状態にある。中央銀行であるBCBが4.5%±2%Ptのインフレ目標を設定しているが、消費者物価に相当するIPCAは2013年4～6月期に前年比6.6%となり、インフレ目標を超過した。IPCA上昇率は、その後、2013年7～9月期に6.1%、10～12月期5.8%、2014年1～3月期5.8%とやや低下し、インフレ目標の上限こそ下回ったものの高止まりが続いている。特に月次で見ると3月に6.2%、4月6.3%と再び6%の大台に載せてしまった。

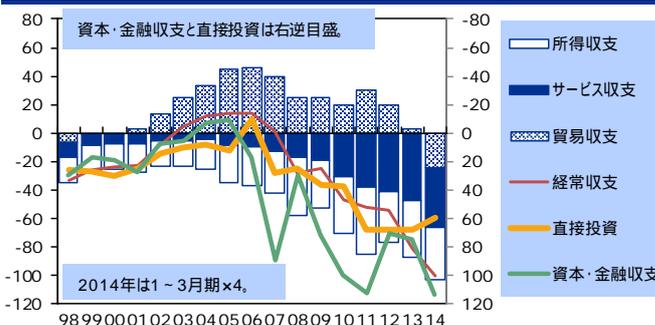
足元でのIPCAの前年比の高まりは、前年のエネルギー価格の政策的な引下げの影響が1年を経て終了したためである。エネルギー・コストが含まれる住居分野の価格は2013年1月の前年比6.0%が2月に2.9%

輸出数量指数の推移（2006=100、季節調整値）



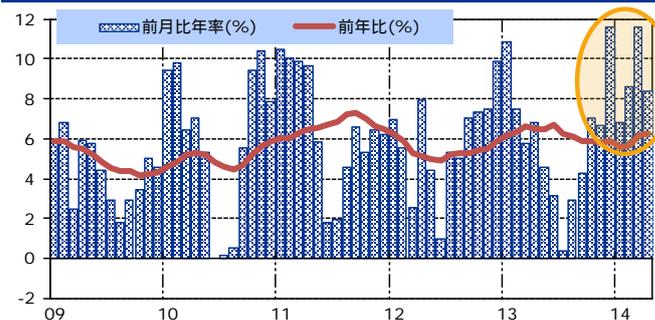
(出所)CEIC Data

対外収支の推移（10億ドル）



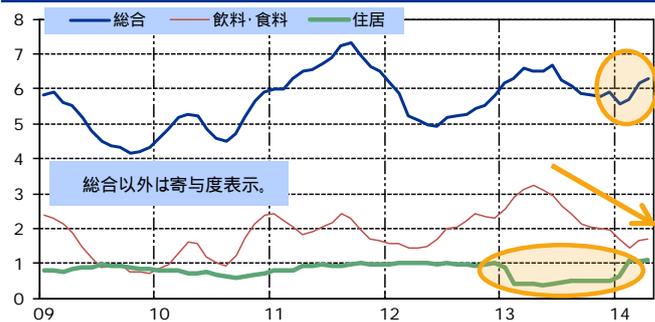
(出所)CEIC Data

IPCAの推移（%）



(出所)CEIC

IPCAの分野別推移（%）



(出所)CEIC

へ低下、2014年は1月4.2%が2月に7.5%へ上昇した。こうした動きは、2014年2月こそ食料価格の上昇ペース鈍化で覆い隠されていたが、3月以降に顕在化し、IPCA全体を押し上げた。従って、3月以降のインフレ率上昇は昨年10月以降は一貫してインフレ目標の上限である6.5%を上回っている。また、天候要因に伴う食料価格の上昇がインフレ率上昇の主たる理由であった2013年と異なり、現在は食料価格が前年比で低下している下で全体のインフレ率が上昇してしまっている。ブラジル経済がインフレ抑制に成功したとは、とても言えないだろう。

政治配慮もあり、中央銀行は利上げ休止

インフレ率の上昇に対応し、ブラジルの中央銀行であるBCBは昨年中央から積極的な利上げへ転じ、4月のCOPOM(金融政策決定委員会)まで累次の利上げを実施、政策金利を11%まで引き上げてきた。累計の利上げ幅は実に3.75%に達する。しかし、上述の通り、未だインフレ鎮静化の動きが明確ではないにも関わらず、5月28日のCOPOMでBCBは利上げサイクルを一旦終了し、金利据え置きへ転じた。BCBが公式に示しているのは「既に行った累次の利上げが今後ラグをもってインフレ率へ影響し、インフレは鎮静化へ向かう」との見解である³。しかし、実際のところ、インフレ圧力に後退の動きは見られない。仮に、BCBの言う通りインフレ率が低下へ向かうとしても、ここでインフレ抑制の手綱を緩めれば、賃金改訂などを物価と連動させるインデクゼーションなどの制度もあり、ブラジルの高インフレ体質は変わらず、早晚インフレ圧力が強まる可能性を否定できない。2014年も前年のIPCA上昇率や前々年のGDP成長率を踏まえインフレ率を上回る6.8%の最低賃金引き上げが決まった。

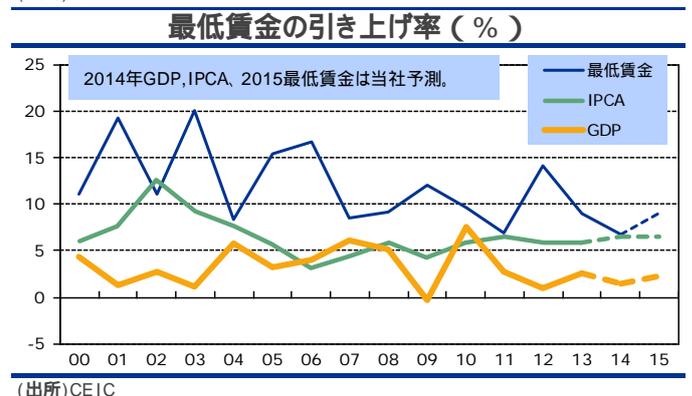
年末に再利上げの可能性あり

実際には、BCBも高インフレのリスクを認識していると考えられ、5月28日COPOMでは全会一致で利上げ休止を決めたものの、公表文に「現時点では金利を据え置く」と記載し、将来の再利上げに含みを残した。「現時点」では、景気低迷下での利上げに対する国民からの反発や10月の大統領選挙に対する配慮から、利上げサイクルを一旦終了するとの判断に踏み切ったものと考えられる。従って、大統領選挙終了後、つまり年末にはインフレ抑制のために再び利上げを余儀なくされる可能性がある。

ルセフ大統領が再選へ向けて苦戦

ブラジルでは10月5日に大統領選挙が行われる。再選を目指す現職のルセフ大統領は、世論調査におい

³ トンビニ総裁は5月のCOPOM前に「利上げの効果は蓄積されている」と発言している。



て今年初めの時点で4割を超える支持を獲得していたが、最近では3割台へ支持率が低下したとする調査が多い⁴。二番手のネベス氏(PSDB)の支持率が1割台から2割台へ上昇するなど、他候補による追い上げが進んでいる。本稿で見てきた景気低迷や高インフレに加え、後を絶たない政治汚職や、デモが示すワールドカップ開催に対する不満も現政権に対する批判票に繋がっている模様である。ルセフ大統領が最有力候補である点は、年初から変わっていないものの、経済やインフレ、さらにはワールドカップを巡る動向次第では、他候補が逆転する可能性は十分にある。

なお、ワールドカップ開催については、2014年の成長率を若干押し上げるとの見方が多い⁵。開催に間に合わせるための直前の固定資本形成の増加や開催期間中の観光客増加といったプラス効果が、観戦のための個人消費抑制などのマイナス効果を上回ると考えられる。しかし、デモ頻発に伴う安全に対する懸念の高まりやインフラ整備の遅れなどを見ると、ワールドカップ開催による成長率押し上げ効果は当初想定より縮小している可能性が否定できない。寧ろ、懸念されるのは各地に建設されているスタジアムの行方である。現地の人口などを勘案すれば、過大なスタジアムが建設されており、既に厄介者(White Elephant)として見做されているとの報道もある⁶。

2014年予想を1.5%へ引き下げ

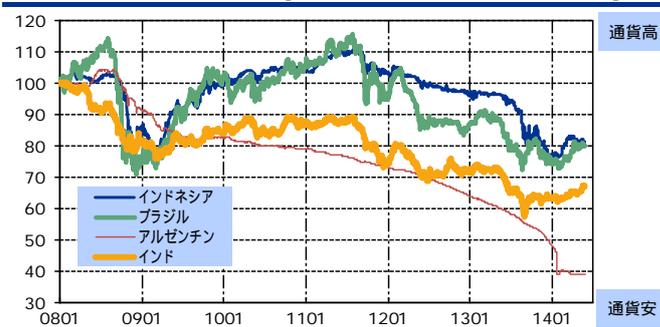
ブラジル経済は最悪期こそ脱したものの、成長ペースがほとんど加速しない一方で、インフレ抑制も未だ達成できていない。政治配慮から中央銀行は利上げを休止したが、根強い高インフレ体質を勘案すると、いずれ再利上げを余儀なくされる可能性がある。一方、再選を目指すルセフ大統領の支持率が低下しているため、大胆な施策を講じることができず、財政政策は景気サポートと構造改革のいずれも為し得ない。

以上を踏まえ、金融政策と財政政策がともに十分に機能しない下で、2014年は成長加速を期待できないと判断する。当社はブラジルの成長率が2013年2.5%から2014年は1.5%へ低下すると予想する(2月段階の想定2.2%)。大統領選挙後は政策進展が期待されるものの、2015年も2.3%の低成長にとどまるだろう。

ブラジルには痛みを伴う改革が必要

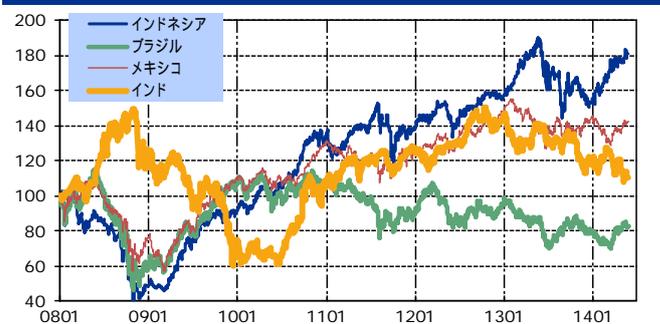
景気低迷に苦しみ、対外収支も悪化しているものの、

新興国通貨の推移(2008年初=100、対ドル)



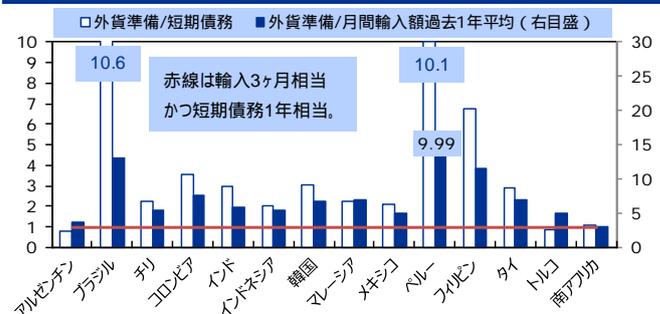
(資料) Bloomberg

株値の推移(2008年初=100、対ドル)



(資料) Bloomberg

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。

⁴ 例えば、IstoE(5/2)の調査ではルセフ大統領へ投票するとの回答が35%、Neves氏が24%、Datafolha(5/7-8)の調査ではルセフ大統領37%、Neves氏20%、IBOPE(5/15-19)の調査ではルセフ大統領40%、Neves氏20%である。

⁵ 例えば、Reutersは2014年の成長率を0.2Pt押し上げるとのエコノミスト調査結果を公表している。

“World Cup to give very modest boost to Brazil's economy - Reuters poll”, Reuters, May 16, 2014

⁶ “Brazil faces problem of ‘white elephant cities’ after World Cup” Financial Times, May 25, 2014

ブラジルは潤沢な外貨準備を保有している。そのため、他の一部の新興国とは状況が異なり、現状打破のための時間的余裕を有する。実際、そうした外貨準備などのバックストップの存在も評価され、今のところ通貨下落には歯止めがかかり、株価も多少反発している。

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、經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。個人消費は鈍化しているが、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經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。政治配慮から已むを得ない面はあるが、中央銀行の独立性という観点も勘案すれば、5月での利上げの一旦終了は問題があるだろう。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⁷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。

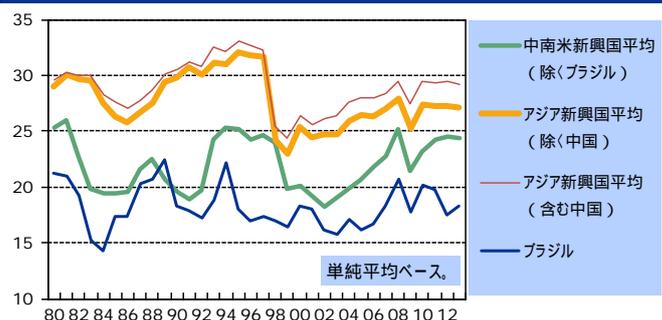
こうした引き締め政策は、第一の目的を個人消費の抑制に置くため、短期的に不人気な政策となる可能性が高い。しかし、長期的には、インフレ抑制と国内産業の拡大による就業機会の増加をもたらす。国民に恩恵をもたらす。どこの国でも結論は同じだが、最終的な問題は、政治がそうしたリーダーシップを発揮できるか否かである。ブラジルの大統領選挙は、3ヶ月前の7月6日まで選挙キャンペーンが禁じられており、未だ各候補の政策ははっきりしない。今後、各候補が国民へ訴えかける内容が、ポピュリズムに依拠した従来の延長線上の政策となるのか、それとも長期的な視野に基づく政策となるのかが注目される。

ブラジルの外貨準備保有度合い(倍)



(出所) IMF, Worldbank

投資比率の推移(%, 対名目GDP)



(出所) IMF WEO Apr.2014

⁷ 投資認可制度や税制に代表される複雑な制度、また多段階の課税などがブラジルコストとして一般に指摘される。