

Economic Monitor

ブラジル経済 UPDATE：ブラジルは構造改革にどこまで耐えられるか

ブラジルの1～3月期実質GDP成長率は、前年同期比1.6%減となり、4四半期連続でのマイナスとなった。資源ブームが鎮静化する下、財政収支改善のための緊縮財政に加え、高インフレに対処するための利上げが続いており、当面、国内には経済成長を促す要素は見当たらない。構造改革を進める政府に対する国民の支持率は低迷しており、これからも続くと思われるマイナス成長にどこまで耐えられるのかが、試されている。

GDPは4四半期連続マイナスでなお出口は見えず

ブラジル経済が、長いトンネルに入り込んでいる。ブラジルの1～3月期の実質GDP成長率は、前年同期比1.6%減となり、4四半期連続でのマイナスとなった。前期比でも、0.2%の減少。その内訳をみると、家計消費、固定資本形成（設備投資、住宅投資等の合計）、政府消費が前年同期比および前期比いずれにおいてもマイナスとなっており、内需は総崩れの状況にある。

以下では、まずは内需関係から、GDPの項目ごとに、ブラジル経済の現状を概観したい。

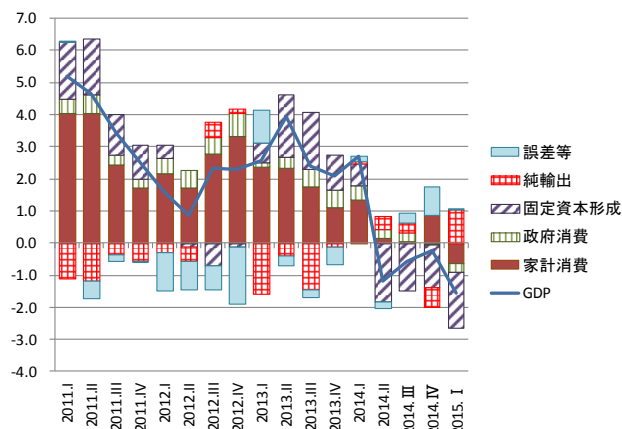
家計消費：2003年以来のマイナス転落

GDPの3分の2を占める家計消費は、1～3月期は前年同期比0.9%減少した。安定してブラジルの経済成長を支えてきた家計消費がマイナスとなるのは、2003年7～9月期以来。失業率の上昇（2015/5：6.7%、2014/5：4.9%）、インフレ高騰に伴う実質賃金の低下（2015/4：前年同月比4.8%減）など、家計への逆風は足元でなお強まってきている。

足元の個人消費の状況を小売売上（数量指数）からみると、4月は前年同月比3.5%減少した。家具・家電（同16.0%減）、自動車・バイク（同19.5%減）といった耐久財のみならず、飲食料等も同2.3%減となり、消費不振は広範に拡大している。

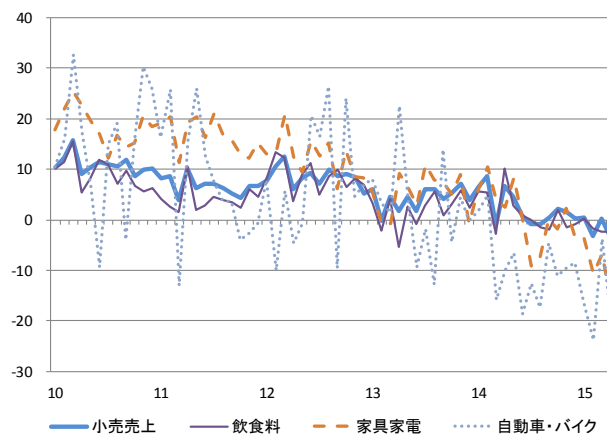
また、消費者信頼感指数（Getulio Vargas Foundation 調査）は6月が83.9となり、リーマンショック時の大底（2008年11月：94.7）を既に大きく下回っている。内訳をみると、特に現在指数が75.1となつて5月の79.1から4Ptも低下しており、足元の厳しい状況を示している。

実質GDP成長率（寄与度、前年同期比、%）



(出所)ブラジル地理統計院

小売売上高推移（数量ベース、前年同月比、%）

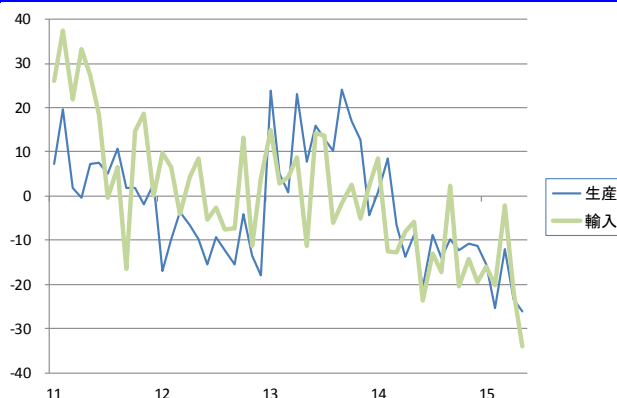


(出所)CEIC(原資料:ブラジル地理統計院)

固定資本形成：4 四半期連続マイナスでなお改善の兆し見られず

GDP の約 2 割を占める固定資本形成は、1～3 月期は前年同期比 7.8%減となった。4 四半期連続してのマイナスとなっている。昨年 4～6 月期に大幅マイナスを記録した際には、サッカーのワールドカップの影響による稼働日数減なども原因として指摘されていたが、ワールドカップが終わった後も設備投資の回復は見られずにマイナスを続けている。資本財の生産指数をみると、昨年 3 月以降、前年同月比マイナスが続く、また、資本財の輸入状況（数量指数）をみても、昨年 2 月以降は 9 月を除くとマイナスが続いている。

資本財の生産および輸入の推移（数量指数、前年同月比、%）



（出所）CEIC（原資料：ブラジル地理統計院）

足元の状況をみても、5 月の資本財生産指数は同 26.2%減、資本財輸入数量指数は同 34.0%減となっており、4 月以降も改善の兆しはみられない。ブラジルの政策金利（SELIC）は、2012～13 年にかけて 7.25%まで引き下げられた後にインフレの高まりに対応するために引き上げに転じ、現在は 13.75%となっている。こうした金融引き締めが企業部門の投資意欲を削いだのに加えて、国営石油会社ペトロbras をめぐる汚職スキャンダルや、大規模な反政府デモのような政情不安など、先行き不透明感を募らせる材料には事欠かなかった。今後も、消費縮小・高金利・緊縮財政という、設備投資には厳しい環境が続く。

政府消費：2015 年度予算の一部執行停止など緊縮財政が続く

実質 GDP の 2 割弱を占める政府消費については、1～3 月期は前年同期比で 1.5%減、寄与度では GDP を 0.3Pt 引き下げた。ブラジル財政は、2013 年に拡張的な財政政策を進めたために、プライマリーバランスの目標値 GDP 比 2.3%黒字のところ 1.9%にとどまり、さらに 2014 年になると景気失速の影響を受けて、プライマリーバランスは 0.6%の赤字に転落した。こうした状況に対して、今年 1 月に発足した第 2 次ルセフ政権は危機感を強め、市場からの信任の厚いレヴィ氏を財務相に迎えて歳出削減と増税を組み合わせた財政再建策を強力に推し進めている。

具体的な施策としては、失業手当や年金の給付条件厳格化、燃料税の負担増などであり、議会承認が必要なものについても承認手続きを進めて、逐次、実施へと移されている。また、政府は、5 月 22 日には、2015 年度予算のうち 699 億レアル（2014 年度中央政府支出の 7%、同年名目 GDP の 1.3%相当）の執行を停止することを発表して、プライマリーバランスの 2015 年目標（GDP 比 1.1%の黒字）の達成を目指している。このように、政府支出が今後拡大していくことは想定できず、むしろ、GDP 引き下げ要因として働き続けることが予想される。

外需：1～3 月期は GDP にプラス寄与、輸出は回復へ

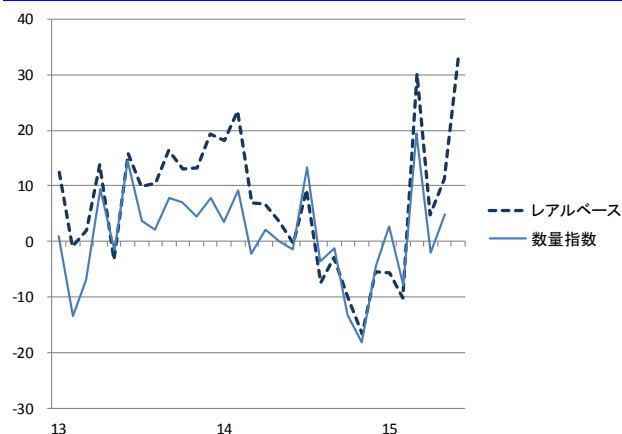
このように縮小する内需に対して、外需は回復に向かっている。また、貿易収支や経常収支も足元改善傾向にある。

実質 GDP では、輸出は GDP の 10%程度、輸入は 15%程度を占める。1～3 月期の外需については、輸出が前年同期比 3.2%増、輸入は同 4.7%減となり、その結果、純輸出は赤字幅が縮小して、今年 1～3

月期の GDP 成長率を 1.0Pt 押し上げた。

直近 6 月の貿易動向（財貿易）は、輸出が名目（リアル）ベースでは前年同月比 33.5% 増、輸入は同 16.0% 増となっており、輸出入ともに拡大した。輸出について、4～6 月では前年同期比 16.6% 増となり、1～3 月の同 5.4% 増から伸びを加速させている。数量指数は 5 月まで公表されており、4.8% 増。主要品目では（名目ベース）、鉄鉱石については依然として価格下落の影響が厳しいが、大豆や肉類、自動車や航空機などについては、足元は前年同月比プラス基調で推移している。国別（5 月）では、主力輸出先である中国、米国、アルゼンチン向けが、いずれも同 10～20% の増加となっている。

輸出金額（名目）と輸出数量の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIG（原資料：ブラジル開発商工貿易省等）より算出

他方、輸入については、4～6 月では前年同期比 5.1% 増となり、1～3 月の同 5.2% 増から伸びをやや鈍化させた。数量指数（5 月）では同 21.6% の減少となり、前年の水準を大きく下回っている。大幅なリアル安（対ドルで前年同期比約 2 割）により輸入価格が上昇しているため、名目ベースと数量指数とに開きが出ている。今後についても、内需の回復が当面は難しく、また、リアルが安値のままで推移していることから、輸入の改善は見込みにくい。

財貿易の足元の収支（ドルベース）については黒字が増加傾向にあり、6 月は前年同月比 21.8 億ドル増えて 45.3 億ドルとなった。黒字は 4 か月連続。サービス貿易収支が赤字のため、財・サービス貿易収支および経常収支は赤字（5 月で各々、8.4 億ドル、33.7 億ドル）ではあるが、これも縮小傾向にある。これに対して、ブラジル中央銀行が保有する外貨準備が 5 月で約 3,666 億ドルあり、直接投資も前年同月比で減少はしているものの毎月 60 億ドル程度の流入を続けており、輸入額（6 月：151 億ドル、2014 年通年：2,291.4 億ドル）、経常収支赤字額（5 月：34 億ドル、2014 年通年：1,048.4 億ドル）、短期債務額（5 月：605.8 億ドル）と比較してみれば、当面、外貨資金繰りへの懸念は少ない。為替レートは、昨年後半から急速にリアル安が進んでいたものの、ここ数か月はほぼ横ばいで推移している。

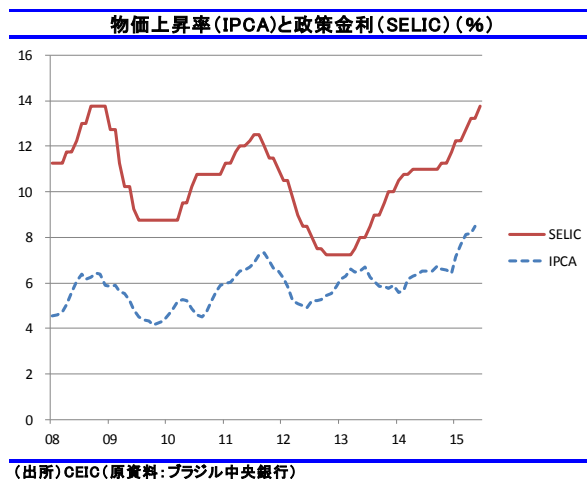
物価：足元の急騰は電気料金など制度改定要因が影響

このような困難な経済状況においてもインフレ率は依然として高水準にあり、足元ではそこからさらに上昇を続けるなど、ブラジル経済はスタグフレーションの様相を呈している。5 月の消費者物価指数 (IPCA) は前年同月比 8.5% の上昇となり、2003 年 12 月以来の上昇率となった。ブラジル中央銀行の掲げる目標値が 2015 年については 4.5% ± 2.0Pt であることから、IPCA はこの目標上限を大きく上回って推移している。

ブラジルでは、最低賃金の引き上げ（2015 年は 8.8%）が市場の労働需給とは無関係に決定され、それが一般の労働者の賃金や年金支給額にも強い影響を及ぼすために、インフレ上昇圧力として働く構造となっているが、2014 年は、これにリアル安による輸入物価上昇なども加わり、IPCA は目標上限（6.5%）近傍と高めの水準で推移していた。

それが、年明け1月からは一気に7%を超えて3月からは8%を超えた。急上昇の主因としては、住居費のうちの電気料金の急騰（5月は前年同月比6割弱の上昇）が挙げられ、これを含む住居関連エネルギー費（IPCAに占めるウエイト約5%）は同4割以上値上がりした。昨年来の記録的干ばつにより主力の水力発電の稼働が低下、そのため高コストな火力発電に頼らざるを得なくなり、今年1月から電力料金の制度が改定されたことが物価全般にも影響を及ぼしている。

ブラジル中銀は、昨年12月以降、累計2.5Ptに及ぶ利上げを実施してきたが、足元での物価急騰が電気料金の改定や、そのほか燃料価格の補助金削減など制度改定によるところが大きいため、なかなか効果が顕在化してこない。この分も含めて物価を無理に押し下げようとするれば経済を過度に後退させる恐れもあり、今後の匙加減が難しいが、こうした制度改定要因によるインフレが物価全般に波及していくリスクを回避しようとするれば、1~2回のさらなる利上げ可能性も含めて、当面は金利引き下げに転じられる状況ではない。改定の影響が一巡するまでは、高インフレ/高金利が継続することが予想される。



経済見通し：マイナス成長下での構造改革にどこまで耐えられるか

このように、資源ブームの鎮静化が続く中で財政面は緊縮政策強化、金融面においても引き締め方針を緩めることが困難であるため、ブラジル経済は当面、国内に上向きの動きが出る状況ではない。ブラジル中銀が取りまとめている市場の予測コンセンサス調査では、2015年の実質GDP成長率の予測平均値は前年比マイナス1.5%となっている。しかも、こうした厳しい状況下にペトロブラスの汚職問題が顕在化したこともあって、国民のルセフへの支持率は20%以下へと低下している。国民向けの歳出を絞りつつ企業活動は促進していこうという厳しい構造改革政策に、政府が、国民が、どこまで耐えていけるか、さらには、このような緊縮財政下でも何とか進めようとしているインフラ投資など積年の課題が、本当に実行に移せるのかといった点が、ブラジル経済再浮上の鍵ということになってこよう。

以上