

Economic Monitor

ブラジル経済 UPDATE：景気悪化の加速で 4～6 月期もマイナス成長

ブラジルの 4～6 月期実質 GDP 成長率は、前年同期比 2.6%減となり、5 四半期連続でのマイナスとなった。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利下げもできず、輸出が増えていること以外には、景気回復の兆しは見つからない。財政破綻回避のためにはバラマキを排した緊縮かつ高効率の財政政策推進が必要だが、支持率低迷のつづく政権の求心力は低下しており、格付けも投資適格級最低ランクの瀬戸際に追い詰められつつある。外貨準備に余裕があるうちに、経済構造改革を速やかに進めることが必要とされている。

GDP 成長率はマイナス幅が拡大

ブラジル経済の悪化が加速している。ブラジルの 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 2.6%減となり、5 四半期連続でのマイナスとなった。また、マイナス幅も、昨年 10～12 月期以降、0.2%減、1.6%減、そして 2.6%減と拡大している。前期比年率でも 7.2%減となり、1～3 月期の同 3.0%減からマイナス幅が急拡大した。

需要項目別に内訳をみると、前年同期比では、外需以外はすべてマイナスという状態が 2 四半期続いている。前期比では、家計消費が 2 四半期連続、固定資本形成（設備投資、住宅投資等の合計）は 8 四半期連続のマイナスとなっており、政府消費は 4～6 月期に 3 四半期ぶりにプラスに転じたものの、内需は事実上、総崩れの状況が続いている。また、主要生産活動（農業、鉱工業・建設、サービス）別に内訳をみると、前年同期比では、農業のみプラス、前期比では全活動がマイナスとなった。

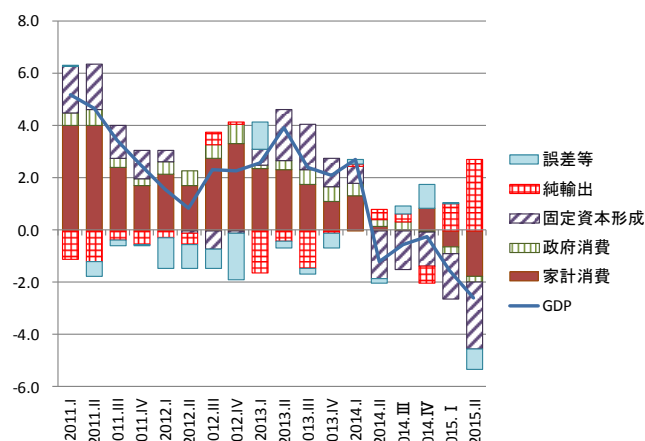
以下では、GDP の需要項目別に、まずは内需関係から、ブラジル経済の厳しい現状を概観していきたい。

家計消費：雇用・所得環境の悪化で消費者信頼感も下げ止まらず

家計消費は、4～6 月期は前年同期比 2.7%減少した。1～3 月期に 2003 年 7～9 月期以来のマイナスとなった後、4～6 月期も引き続いてのマイナスを記録、マイナス幅も、0.9%から拡大した。前期比年率では、8.0%の大幅減。毎月の小売売上（数量指数）の動きをみても、前年同月比で 6 月は大半の業態でマイナスを記録している。6 月は、自動車や家具家電などの耐久財の低下にやや一巡感が見られる半面、スーパーなど飲食品店で低下幅が拡大するなど、なかなか底は見えない。

消費減少の背景としては、雇用・所得の悪化が挙げられる。失業率は上昇を続けており、7 月には 7.5%を記録、前年同月比で 2.6Pt 上昇した。賃金についても、ブラジル特有の賃上げ体質から名目賃金は最低

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

賃金が今年は前年比で 8.8%引き上げられているものの、インフレは高率かつ上昇が続いているために、実質平均賃金では前年同月比で 2~4%程度のマイナスが続いている。その結果、消費者信頼感指数（Getulio Vargas Foundation 調査）は 8 月が 80.6 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なお、低下を続けている。

また、ブラジルでは好況時には家計は借入を膨らませて消費を拡大していたが、金利上昇なども影響して家計の借入残高の伸びも鈍化してきている。

固定資本形成：4~6 月期は前期比年率では 3 割減

固定資本形成は、さらに厳しい状態にある。4~6 月期は前年同期比 11.9%減となり、5 四半期連続でマイナスを記録した。前期比年率では 28.7%減とリーマンショック時以来の下げ幅となっている。

設備投資の動向と相關す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き、足元 7 月の実績をみても同 27.8%減と厳しい状況にある。

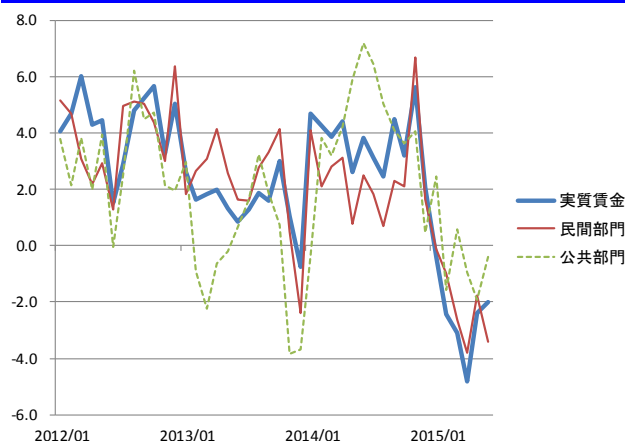
他方、これも設備投資との相關が高い資本財の輸入状況（数量指数）は、6 月の前年同月比 11.5%減から 7 月は同 0.5%増と昨年 9 月以来の増加に転じた。ただし、資本財の国内外からの調達バランスが激変しない限り、生産と輸入が逆方向に動くことが続くことは考えられず、また、ほぼすべての経済活動が縮小している状況を鑑みれば、資本財輸入も資本財生産の減少に合わせる形で 8 月以降はマイナスに戻る事が想定される。

今後の設備投資については、ブラジルでは内需が総崩れの状況にあり、加えて、高インフレ対応のための高金利、政治不安、さらには資源価格の低迷など、逆風となる要因が重なりあっており、早期の回復は難しい。その中で強いて好材料を探せば輸出の増加が挙げられるが、ブラジル経済に占める輸出の割合は小さく（GDP ベースで 1 割程度）、逆風のうちいくつかは収束してこない限りは、設備投資は容易には回復しないものと考えられる。

政府消費：緊縮財政が続く中での支出増

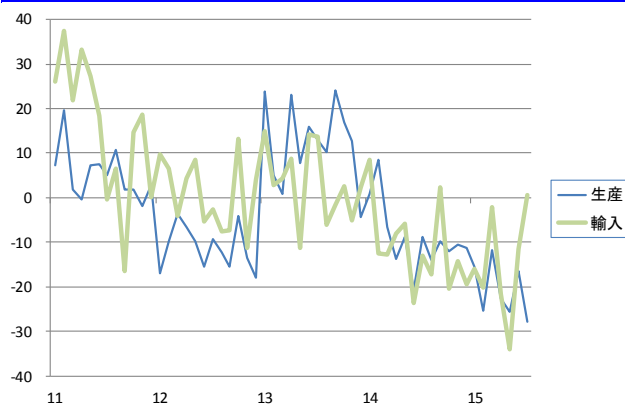
政府消費については、4~6 月期は前年同期比で 1.1%減となったが、前期比年率では 2.7%増加した。財政危機下の今年 1 月に発足した第 2 次ルセフ政権は、レヴィ財務相の指揮下、歳出削減と増税を組み合わせた財政再建策を強力に推し進めようとしている。しかし、議会がこれに抵抗を示していることに加え、経済状況が急速に悪化しているために、歳出削減策は社会給付増に、増税策は景気悪化による税収減に各々妨げられている状況にある。

実質賃金の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC (原資料: ブラジル中央銀行)

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)

その結果、昨年 8 月時点での 2015 年度連邦予算案と、政府が今年の 8 月 31 日に提出した 2016 年度連邦予算案における 2015 年度の着地見込とを比較すると、歳出は 1 兆 1,493 億レアルが 1 兆 1,058 億レアルへと 3.8% 減少したものの、義務的歳出については 8,544 億レアルから 8,718 億レアルへと逆に増加している。さらに歳入は、1 兆 4,658 億レアルから 1 兆 3,253 億レアルに 9.6% 減少している。その結果として、昨年 8 月時点では GDP 比 1.5% の黒字としていたプライマリーバランスの 2015 年目標値が、8 月の着地見込では 0.1% にまで引き下げられた。

さらに、2016 年度予算案が衝撃的であったのは、当初より、プライマリーバランスの赤字（対 GDP 比 0.5%）を見込んだ予算となっていたことである。議会にも政府のもつ危機感を共有させるための「赤字予算案」との見方もあるが、ルセフ政権の支持率が沈んだままで求心力を失いつつあることを考えれば、その効果は不透明である。

外需：2 四半期連続で GDP にプラス寄与

このように縮小が加速する内需に対して、外需は回復が続いている。また、貿易収支や経常収支も足元改善傾向が続いている。

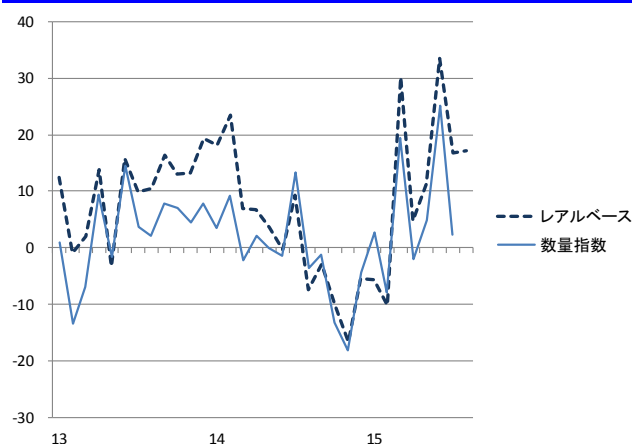
4～6 月期の外需については、輸出が前年同期比 7.5% 増、輸入は同 11.7% 減となり、その結果、純輸出は赤字幅が縮小して、4～6 月期の GDP 成長率を 2.7Pt 押し上げた。外需は、1～3 月期も GDP 成長を 1.0Pt 押し上げており、他の需要項目が総崩れする中で、ブラジル経済を支える唯一の存在となっている。

直近 8 月の貿易動向（財貿易）は、輸出が名目（レアル）ベースでは前年同月比 17.3% 増、4 か月連続の二桁増となり、安定して伸びている。主要品目では、依然として前年同月比マイナスが続く鉱物資源類（鉄鉱石、燃料油等）と、世界需要が比較的安定しており、レアル安による競争力上昇が表れて増加傾向にある農産物（大豆、鶏肉等）、工業製品（乗用車、航空機等）で明暗が分かれている。名目輸出の構成を見る限り、資源ブームの鎮静化とブラジル経済の悪化によるレアル安によって、脱・鉱物資源依存が進み始めた形となっている。国別では、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% の増加をつづけている。なお、数量指数でも 5 月から直近の 7 月まで 3 か月連続で前年同月比増となっているが、7 月は伸び率が鈍化しており、8 月の結果が注目される。

他方、輸入については、名目（レアル）ベースで、6 月の前年同月比 16.0% 増から 7 月が 9.2% 増、8 月が 2.7% 増と鈍化傾向にある。大幅なレアル安（対ドルで 8 月は前年同期比 5 割以上のレアル安）により輸入価格が上昇しているため、数量指数では、前年同月比でマイナスが続いており、直近の 7 月の統計でも同 13.8% の減少となった。今後についても、内需の回復が当面は難しく、また、レアルが一段安となっていることから、輸入数量の増加は見込みにくい。

このように、輸出の増勢が輸入の増勢を上回って推移しているために、財貿易の収支は改善が続いてい

輸出金額(名目)と輸出数量の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC(原資料:ブラジル開発商工貿易省等)より算出

る。8月は前年同月比で15.3億ドル改善して、黒字額は26.9億ドルとなった。黒字は6か月連続。サービス貿易収支が赤字のため、7月の財・サービス貿易収支および経常収支は赤字（各々、11.9億ドル、61.6億ドル）ではあるが、前年同月比で改善が続いている。

物価：金利引き上げを1年ぶりに停止

このような激しい景気後退局面にあってもインフレ率は依然として高水準にあり、さらに上昇を続けている。7月の消費者物価指数（IPCA）は前年同月比9.6%の上昇となり、2003年11月以来の上昇率となった。IPCAは、今年1月に7%を突破、3月に8%を突破し、7月について9%を超えた。ブラジル中央銀行の掲げる目標値は2015年については4.5%±2.0Ptだが、IPCAはこの目標上限を大きく上回ってなお上昇している。

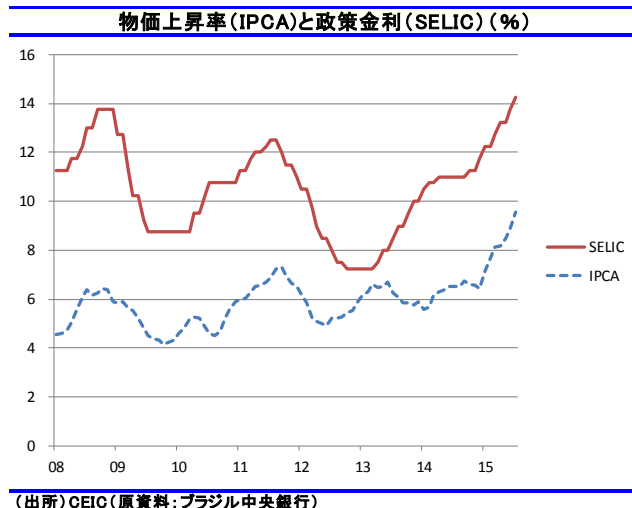
ブラジルでは、最低賃金の引き上げ（2015年は8.8%）が市場の労働需給とは無関係に決定され、それが一般の労働者の賃金や年金支給額にも強い影響を及ぼすため

に、伝統的に賃金インフレが起きやすく、高インフレ体質の要因となってきた。2014年後半は、これにレアル安による輸入物価上昇が加わり、さらに今年に入ってから電気料金の制度改定などが実施されたこともあり、上昇率が加速を続けてきた。制度改定の影響などにより、足元では住居関連エネルギー費（IPCAに占めるウエイト約5%）が前年同月比4割以上値上がりしており、これがIPCAの上昇率のうち2Pt程度を占めている。

こうしたインフレ率上昇に対処するために、ブラジル中銀は、昨年12月以降、累計3Ptに及ぶ利上げを実施してきたが、上昇は止まっておらず効果は思うようにはあがっていない。制度要因の影響については、結局、前年同月比ベースでは制度改定から1年を経てインフレ率引き上げ要因から剥落するのを待つしかない。また、ここ数か月はレアル安が一段と加速して輸入物価を押し上げており、不況の中で幅広い消費品目が値上がりしている。

利上げは、消費や投資を冷え込ませることにより景気悪化を確実に加速させているものの、このように現時点では物価の鎮静化に成功しているとは言い難く、ブラジル経済は、これ以上、利上げを続けるべきか否か悩ましいスタグフレーションの状況にある。こうした環境を熟慮した上で、ブラジル中銀は、7月の金融政策委員会（COPOM）においては、利上げはしたものの、次回以降の金利据え置きを示唆する文章（「現状の金利水準を十分長期間維持することが2016年末に向けてインフレ率を目標値に収斂させていくためには必要」との趣旨）を声明文に追加、結局、9月のCOPOMでは1年ぶりに利上げを行わずに政策金利を据え置くと決定した。

しかし、足元の状況をみれば、実際には、政策金利をこの水準で維持したとしてもインフレを収束させることはできず、かつ、景気はさらに悪化させるという可能性もある。先行きの不透明感は極めて強く、舵取りの難しい経済状況が続く。



引き下げが相次ぐも、投資適格級は維持

このように、ブラジル経済は地滑りのように悪化しており、浮上するきっかけが見えない。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（8月28日付）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2.26%、2016年は同マイナス0.40%となっている。2016年には、制度改変など一過性要因の剥落などによりインフレ率が低下、これに伴い政策金利も引き下げられて景気が回復に向かうシナリオだが、それでも2年連続のマイナス成長となる。こうした状況で、さすがに、民心の政権からの離反が明確になってきている。ルセフ大統領弾劾を求める大規模デモが何度も行われ、国営石油会社ペトロbrasを巡る汚職の捜査は閣僚へと広がり、世論調査での支持率は1桁台に低下している。

このような経済面、財政面、および政治面の状況悪化を受けて、主要格付け各社は、ブラジルの格下げに動いた。スタンダード&プアーズは、これまでブラジルの格付け（外貨建て長期債務）を投資適格級で最低の「BBB-」としていたが、7月に、見通しを「ネガティブ」に引き下げた。また、ムーディーズは、8月に、長期債務の格付けを投資適格級で下から2番目の「Baa2」から最低の「Baa3」へと引き下げた（見通しは「安定的」）。

ただし、ブラジルにはショックに耐えるためのバッファがあり、それが今すぐの投機水準への転落を防いでいる。具体的には、ブラジル中央銀行が保有する外貨準備は8月で約3,680億ドルあり、年初の約3,620億ドルから緩やかな増加を続けている。この間、為替レートは、対ドルで3割以上減価しているものの、外貨準備は温存されている。輸入額（8月：128億ドル、2014年通年：2,291億ドル）、経常収支赤字額（7月：62億ドル、2014年通年：1,036億ドル）、短期対外債務額（7月：559億ドル）、いずれとの比較でみても、外貨準備には依然として余裕がある。

ブラジルは、この余裕があるうちに、バラマキを排して、生産性向上に結び付くような歳出を増やし、経済構造改革を進展させる必要がある。そもそも、ブラジルは人口も多く、それが増加していくという成長期待の高い市場であることから、改革の動きが出てきた段階で対内投資なども増加し、それが設備投資を刺激し雇用を拡大していくという好循環に入る可能性を持つ。第2次ルセフ政権は第1次とは異なり改革志向を前面に出しているが、政治的には支持を失いつつあり政策も通りにくくなってきていることから、今後、改革を実行できるのか、動向が注目される。

以上