

Economic Monitor

ブラジル経済 UPDATE：7～9 月期マイナス成長と政治の混乱で格下げ

ブラジルの 7～9 月期実質 GDP 成長率は、前年同期比 4.5%減となり、6 四半期連続でマイナスを記録した。財政危機下で財政出動もできず、また、高インフレのため金融緩和もできず、打つ手がない中で政治の混乱が深まり、事態は悪化を続けている。S&P に続きフィッチが投機的に格下げ、ムーディーズも格付け見直しに動いており、ブラジルは徐々に追い詰められている。

GDP は 3 四半期連続で内需項目が全減

ブラジル経済の縮小が続いている。7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.5%減となり、6 四半期連続でのマイナスとなった。マイナス幅も 3 四半期連続で拡大している。前期比では 1.7%減となり、4～6 月期の同 2.1%減からは減少幅を縮めたものの、3 四半期連続のマイナスとなった。

需要項目別では、前年同期比で、外需以外はすべてマイナスという状態が 3 四半期連続となった。前期比でも、家計消費が 3 四半期連続、固定資本形成（設備投資、住宅投資等の合計）は 9 四半期連続のマイナス。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、7～9 月期は、前年同期比、前期比いずれでも全活動がマイナスとなった。

ブラジルは、景気悪化から税収が減少して財政赤字が拡大、格付けが引き下げられる中では財政出動もできず、また、レアル安や制度要因による高インフレに対処するために金融緩和もできず、そうした中で、後述するように政治も混乱を深めている。引き続き回復の糸口が見つからない中で、事態はずるずると悪化を続けている。

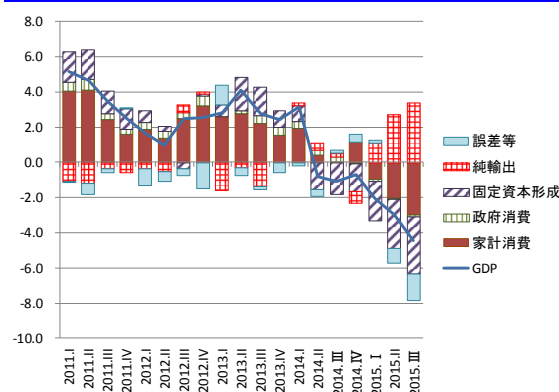
家計・企業部門とも複数の要因が回復を阻害

以下、7～9 月の GDP を需要項目別にやや詳しくみると、家計消費は、前年同期比 4.5%減、前期比 1.5%減。小売売上をみても、数量ベースでスーパー、家具・家電、自動車などの主要小売業態はいずれも前年割れしている。消費者信頼感指数については、10 月まで 6 か月連続で低下した後、11 月はやや戻したものの、家計消費をめぐる環境をみれば、雇用者は減少、失業率は上昇、実質賃金は下落と厳しい状況が続いており、このまま反転上昇することは考えられない。

GDP の固定資本形成は、前年同期比 15.0%減、前期比 4.0%

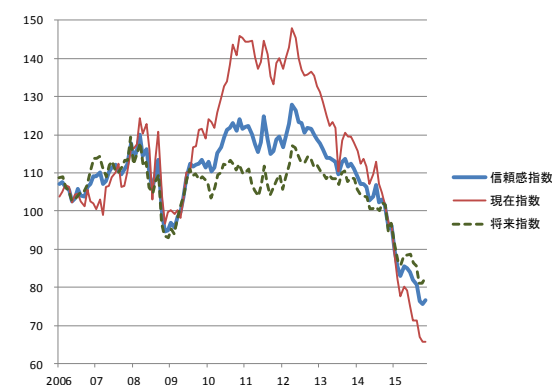
減。足元の 10 月まで、資本財生産も資本財輸入も前年比 3 割減で底を這う状態となっており、10～12 月期も回復の展望は見えない。また、ブラジルの格下げ、ペトロブラスなどをめぐる汚職捜査の政界での拡

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

消費者信頼感指数（2005年9月=100）



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

大、それを一因とする政局の混迷、資源価格低迷などが複合的に組み合わさって、企業部門の投資意欲を削いでいる。

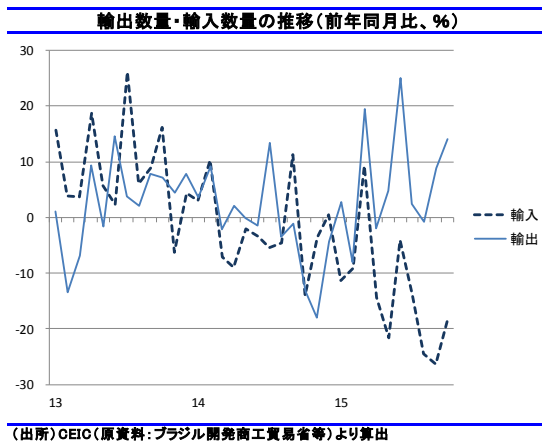
また、家計および企業部門のローン残高の伸びが着実に低下していることも、景気にマイナスとなっている。家計や企業の資金需要が縮小してローンが伸びないという経路と、それとは逆方向に、経済悪化に伴い金融機関がリスク回避姿勢を強めてローンを絞っている経路との双方から、ローンの伸びを引き下げているものと考えられる。

GDP の政府消費は、前年同期比 0.4%減だが、前期比では 0.3%の増加となった。緊縮財政は、義務的歳出部分を中心に議会との対立などにより思うように進んではいない。義務的歳出の切り詰めが進まずに、今後も政府消費が横這い乃至は微増となる可能性はあるが、最低限の財政危機の認識は国内で共有されていることから、歳出が大きく拡大していくような状況ではない。

7～9 月は輸入急減が純輸出拡大の支え

また、外需についても、対 GDP 成長率では大幅なプラス寄与（前年同期比で 3.4%Pt）となったものの、GDP 統計における輸出入を個々にみれば、輸出は前年同期比 1.1%増と小幅な増加にとどまったのに対して、輸入が同 20.0%の大幅減となって純輸出のプラス寄与を支えた。こうした実態をみれば、7～9 月の外需も、あまりポジティブに捉えられる内容ではない。

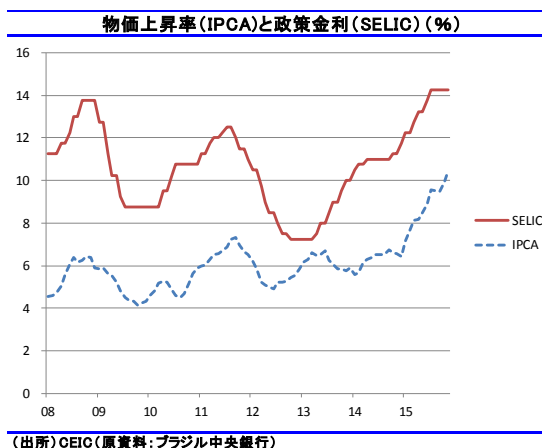
ただし、貿易統計を用いて足元までの輸出（数量ベース）の動きをみると、7～9 月の伸び率の平均は前年同期比 3.5%増にとどまっているが、9 月単月では同 8.8%増、10 月単月も同 14.1%増と増加幅を拡大している。内需に期待できず、レアル安になっている状況を踏まえれば、経済回復の手掛かりとして輸出に期待がかかる。品目別では、7～9 月平均、10 月と、いずれも輸出増の中心は燃料、中間財、耐久財となっている。詳細品目別（名目レアルベース）では、大豆、肉類、自動車、航空機などの輸出が伸びている。なお、輸入（数量ベース）は、7～9 月平均が同 21.6%減の後、10 月もやや改善はしたが同 18.0%減で低迷している。



インフレが収まらず 10%の大台へ

このようにマイナス成長が続く中で、物価だけが上がり続けている。11 月の消費者物価指数（IPCA）は前年同月比 10.48%の上昇となり、2003 年 11 月以来、ついに 10%の大台を超えた。家計の電気代（同 51.27%上昇）のほか、レアル安が引き続き物価を押し上げている。

今年前半までは、電気代のような制度改変や旱魃など一時的要因による物価押し上げ効果が来年には剥落し、物価は次第に鎮静化され、利下げが可能になって、経済回復を支援するというシナリオが想定可能であった。しかし、レアル安の影響やペトロブラスの業績悪化等による燃料価格の引き上げ



など物価上昇がその後も続いていることから、そうしたシナリオも崩れてきている。ブラジル中央銀行取り纏めの市場予測（12月11日付）では、2016年年末の政策金利（Selic）はついに現時点を上回る14.63%となり、GDP成長率の見通しは▲2.67%まで低下している。

プライマリー収支、2015年は赤字、2016年も黒字幅引き下げ

このような経済成長の低下が税収を減少させ、財政収支も悪化している。2015年の財政収支（プライマリーバランス）は、当初予算では対GDP比で約1%の黒字を想定していたが、結局、着地は逆に約2%の赤字となる見込みとなっている。高金利で利払いの嵩むブラジルで、財政収支を持続可能なものとするためには、経済成長を維持しつつ、プライマリー収支を少なくとも対GDP比2~3%の黒字とする必要があるとみられており、社会福祉関連など義務的な歳出部分も含めて予算に大鉈を振るうことが喫緊の課題となっている。

しかし、2016年予算についても、プライマリー収支を対GDP比0.7%の黒字とする政府案がレヴィ財務相によって取り纏められていたが、閣内や議員からは目標とする黒字幅を削減しようとする動きが出て、結局、黒字幅は0.5%に引き下げられて議会で承認された。第2次ルセフ政権の目玉人事として抜擢された財政改革派のレヴィ財務相ではあったが、緊縮財政に対する議会の反発や想定以上の税収の落ち込みにより、当初の財政目標値をずるずると後退させる形となっている。そのため、レヴィ財務相の政策遂行力に疑問を呈する声が出るとともに、財務相が政権を離れるのではないかという憶測も消えない。さらには、ルセフ大統領についても、罷免要求を下院議長が受け入れるなど急速に求心力を失っており、政権運営能力が大きく損なわれ始めている。財政運営の先行きは厳しいと言わざるを得ない。

フィッチが格下げ、ムーディーズも格下げに向けたレビューを開始

こうしたブラジルの状況を受けて、先行きについて厳しい見方が増えている。格付け機関のフィッチは、12月16日、これまで投資適格として最低ランクのBBB-としていたブラジルの格付けを、投機的となるBB+に引き下げた。見通しについても、弱含みを継続している。また、ムーディーズは、12月9日、ブラジルを格下げする方向で検討に入ったと発表した。これまで、ムーディーズによる格付けは、投資適格としては最低ランクのBaa3ながら、見通しは安定的としていた。

既にS&Pは投機的格付けまで引き下げ済であることから、フィッチの格下げにより、大手3社のうち2社が、ブラジルを投機的として格付けたことになる。機関投資家には、投資先を主要格付け会社のうち2社以上が投資適格を付与している資産に限定するところも多いものとみられ、格下げの影響が懸念されるが、他方、今回の格下げは事前に十分に予想されたものであり、既に市場では織り込み済みという見方もある。実際、格下げ後、これまでの間はリアル相場は落ち着いた状態が維持されている。いずれにせよ、今後、「ブラジル売り」がどの程度進むのか、借入コストはどの程度上昇してくるのかなど、影響の大きさを注意深く見ていく必要がある。

また、ブラジルの中長期の成長力についても疑問を投げかける声が出ており、潜在成長率が大幅に低下しているといった指摘も聞かれる。もはや、IMF管理下に入った方が改革のスピードは早いというのが実態ではあろうが、潤沢な外貨準備（約3,700億ドル）が非改革派の政府関係者や議員から危機感を削いでいる面もあり、このまま状況悪化が続いていく可能性が高くなっている。