

経済レポート

ブラジル経済の現状と今後の展望

～ 大統領弾劾・罷免による左翼政権退陣で転機を迎えたブラジル経済 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

ブラジルでは、2003年以降、左翼の労働者党(PT)が政権を握ってきた。ルーラ大統領(2003年就任)の後継者であるルーセフ大統領は、2011年の就任当初は高い支持率を得ていたが、大統領選挙での不正資金流用疑惑などから議会の弾劾請求を受けてしまった。2016年8月に、弾劾法廷において、ブラジル史上初めて大統領弾劾が可決され、ルーセフ大統領は罷免された。後任の大統領には、中道政党であるブラジル民主運動党(PMDB)出身のテメル副大統領が昇格し、これにより、2003年以来、13年続いたPTによる左翼政権が終焉した。

ブラジル経済は、2000年代半ばには好調だったが、2010年代になると減速し、2014年はほぼゼロ成長、2015年と2016年にはマイナス成長に陥った。ブラジルの景気後退が深刻化したのは、2015年初頭であるが、そのきっかけは、中銀による急速な利上げの開始であった。政府が財政状態悪化を背景に公共料金を引き上げた影響でインフレが加速し、これに対応するため、中銀が金利を上げた。

政府の財政悪化の背景には、PT政権下で実施されたバラマキがあったと指摘されている。例えば、低所得世帯向けの給付金の拡大や、リーマンショック後に打ち出された工業製品税の引下げ等である。PT政権は、バラマキを拡大し景気拡大や人気取りを図る一方で、歳出削減、公共料金値上げ、税制改革といった財政見直しを行わず、財政赤字が拡大する原因をつくってしまったと言える。つまり、PT政権時代のバラマキによって需要が先食いされてしまい、他方、バラマキの後遺症で財政赤字が深刻化し、それがインフレ圧力増大と利上げを招き、足元で景気後退に陥っている。これが、現在のブラジル経済不振の基本的構図であると言える。

ブラジルの株価と為替は、2015年以降、政治・経済の先行き不透明感などから下落が加速したが、2015年末の大統領弾劾審議入り決定が転換点となり、経済好転に対する市場の期待感の高まりから、回復に転じた。

ブラジルの輸出は、主力輸出品である鉄鉱石等の一次産品の価格が下落した影響で減少していたが、2016年には資源価格に底入れの兆しが見られ、今後の回復が期待できる状況となった。輸出増加に伴う貿易収支改善により、経常赤字も縮小に向かうと見られる。ブラジルの経常赤字は資本流入によってオフセットされ、外貨準備が減少するような状況ではなく、また、外貨準備の水準にも、対外支払能力等の観点からは特段の問題はない。

ブラジルは、日本企業の事業展開先として、非アジア地域では一番人気の国であった。しかし、最近では、ブラジルの経済不振や政治混乱などから日本企業の人気が低下し、日本とのEPAを締結したメキシコが、非アジア地域でブラジルに代わって一番人気となった。投資先としてのブラジルは、世界第五位の人口と今後の人口増加が大きな魅力であるが、ビジネス環境には問題が多く、また、小党乱立で政治の安定性に欠けるといった弱点もある。

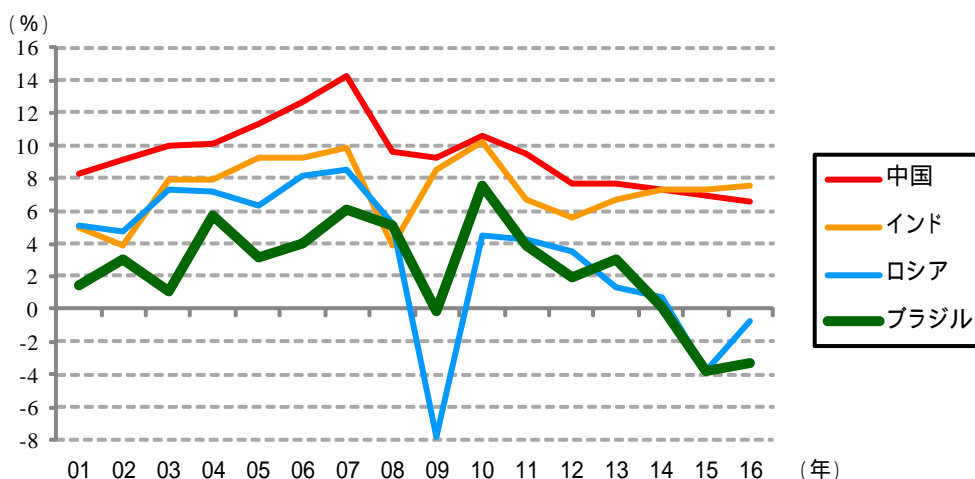
テメル大統領は、任期が終了する2018年末に退陣し次期大統領選挙には出馬しないと表明している。経済界は、2018年の次期大統領選挙でテメル大統領の改革路線を継承する人物が当選するシナリオを期待している。ブラジルの改革路線が定着し、経済が復調すれば、南米経済全体の活性化にもつながることが期待できる。

しかし、小党乱立のブラジルでは安定多数勢力の形成が難しく、改革路線が議会で主流になるかどうかは予断を許さない。また、改革路線を進めようとしても、規制緩和を実施すれば、ただでさえ大きい所得分配の不平等がますます拡大する恐れがあり、このジレンマが、今後もブラジル経済の成長への重しになる可能性が大きい。

1. はじめに ~ 2015年、2016年と2年連続のマイナス成長に陥ったブラジル経済

ブラジルは、国土面積も人口も世界第5位という大国であり、しかも、鉄鉱石・原油などの豊富な資源にも恵まれ、南米大陸を代表する新興経済国である。しかし、近年のブラジル経済は不振であり、四大新興経済大国 BRICs の経済成長率を見ても、ブラジルは、ロシアとともに、足元で景気後退に陥っている。ブラジル経済は、2000年代半ばには好調に推移したが、2010年代になると減速し、2012年の成長率は1.9%、2013年の成長率は3.0%と低調に終わり、2014年はほぼゼロ成長、2015年と2016年にはマイナス成長に陥ってしまった。

図表1. BRICs 諸国の経済成長率の推移



(出所) IMF, IMF DataMapper

一方、ブラジルの政治は2016年に大きな転機を迎えた。ブラジルでは、2003年以降、左翼の労働者党 (PT) が政権を握ってきた。ルーラ大統領 (2003年就任) の後継者である PT 出身のルーセフ大統領は、2011年の就任当初には高い支持率を得ていたが、2013年頃から、政治家による汚職発覚などで人気は低下し、2014年に大統領に再選されたものの、2015年には、国営石油会社ペトロブラスを巡る汚職で多くの現職政治家が逮捕されて信頼が低下、さらに、2015年12月には、連邦政府会計の不正処理や大統領選挙での不正資金流用疑惑などから大統領自身への弾劾請求が行われた。その後、2016年5月に連邦上院において弾劾特別法廷設置が決まり、2016年8月には、弾劾法廷において、ブラジル史上初めて大統領弾劾が可決され、ルーセフ大統領は罷免された。後任の大統領には、中道政党であるブラジル民主運動党 (PMDB) 出身のテメル副大統領が昇格し、これにより、2003年以来、13年続いた PT の左翼政権が終焉した。

南米主要国の近年の経済状況を見ると、左翼政権下で保護主義やポピュリズムの色彩が強かったアルゼンチンとブラジルの不振が目立っていた。しかし、2015年にアルゼンチンで左翼政党が大統領選挙で敗北、2016年には上述の通りブラジルで PT が政権を失ったことで、南米の二大国で相次いで左翼政権が崩壊し、今後、従来の保護主義・ポピュリズムから自由化・財政健全化へと政策転換が進む見込みとなった。その意味で、ブラジルの政権交代は、ブラジル経済だけでなく、南米経済全体にとって大きなインパクトのある出来事だとも言える。こうしたことを踏まえ、本稿では、世界有数の新興国であるブラジルの経済失速の背景を探り、それをベースに、今後のブラジル経済の方向性や課題を展望する。

2. ブラジル経済の概況

(1) 1980年代以降、低成長化、不安定化したブラジル経済

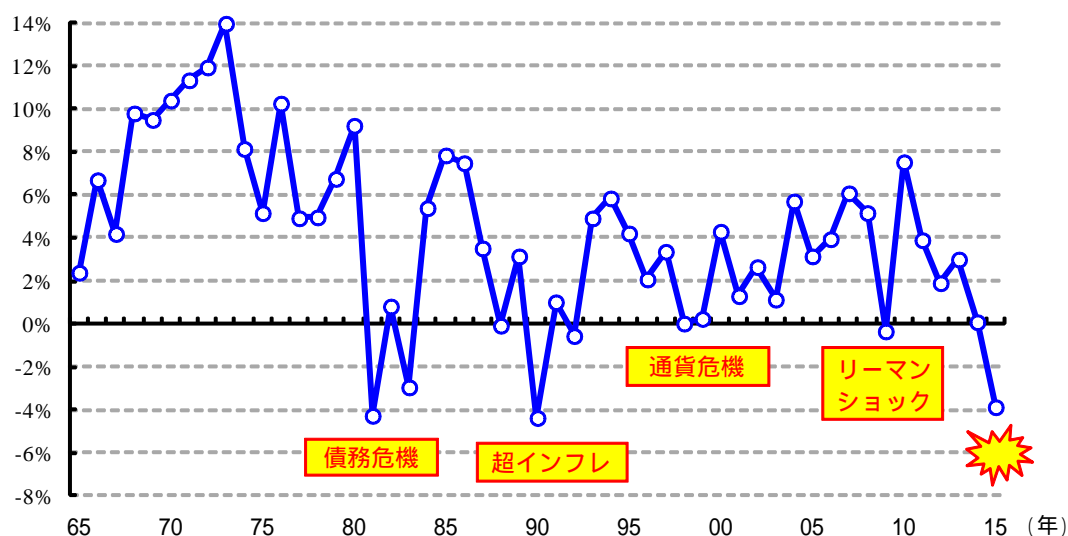
まず、ブラジル経済の長期的趨勢を確認してみよう。過去50年間の経済成長率の推移から、ブラジル経済が、1980年代以降、「低成長化・不安定化」してきたというトレンドが読み取れる。下図のように、ブラジル経済は、1960年代後半から1970年代にかけて、高度成長時代を迎えたが、その後、1980年代以降の経済成長率は、1960~70年代よりも大幅に低下し、かつ不安定な動きを示している。

ブラジル経済が高度成長を遂げた1960~70年代には、輸入代替型工業化やインフラ投資拡大などに支えられて「ブラジルの奇跡」と賞賛されるほど目覚ましい経済成長を遂げ、経済成長率は、一時、14%という驚異的な伸びを記録した。しかし、1980年代以降は不安定化し、概ね10年ごとに経済危機に見舞われ景気が大きく失速するというパターンが繰り返された。

ブラジルは、1960~70年代の高度経済成長期に、成長マネーの調達源を対外借入りに依存していたため、第2次石油ショック（1979年）後の世界的な金利上昇による影響を受けて、1982年には対外債務返済不能に陥り、大幅な景気後退に直面した。その後、1980年代末には、ポピュリズム的なバラマキ政策によって財政規律を喪失し、ハイパーインフレーションに見舞われ、経済が機能不全に陥った。そのハイパーインフレーションをようやく克服し財政金融が安定したのも束の間、1990年代後半には通貨危機に見舞われ、為替相場が短期間で急激に下落し、ブラジル経済は、またもや失速を余儀なくされた。

そして、ルーラ政権発足（2003年）後には、財政規律重視の経済運営などによって、ブラジル経済が漸く安定成長軌道に乗るとの期待が高まったものの、2008年のリーマンショック発生により、持続的高成長への道はまたしても頓挫してしまった。ブラジル経済は、リーマンショック後の2010年には急回復したものの、その後は鈍化し、リーマンショック後の景気後退から僅か6年たらずで、2015年には、またしても、マイナス成長に転落してしまった。

図表2. ブラジルの経済成長率（1965～2015年）

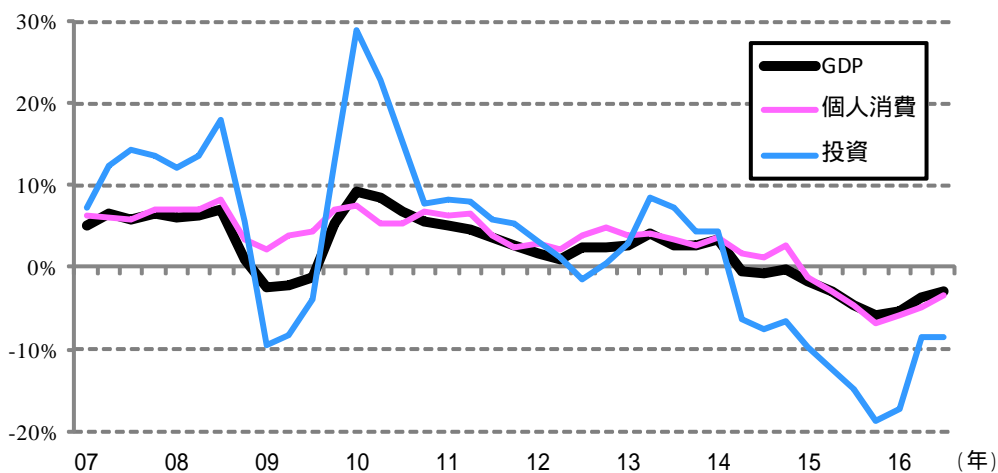


(出所) CEIC、IMF

(2) 2015年に景気後退が鮮明に ~ インフレ対策による中銀利上げが影響
 ブラジルの最近10年間の四半期ベースの経済成長率の動きをレビューしてみよう。

リーマンショック後の景気後退から回復した2010年には一時10%近い高成長率となったが、その後、景気は鈍化し、2014年4-6月期には、実質GDP成長率がマイナスに転落、それ以降、3年にわたって景気後退が続いている。GDP需要項目のうち、個人消費と投資の伸び率を見ると、投資は、2014年4-6月期にマイナスとなり、それ以降、ずっとマイナス成長が続いている。一方、個人消費については、2003年10-12月期以降、リーマンショックの前後も含め、11年あまりにわたって、ずっとプラス成長を維持してきたが、2015年1-3月期にマイナス成長に陥った。こうして、2015年初頭に、個人消費と投資がともにマイナス成長となり、景気後退の動きが加速したという状況が読み取れる。

図表3. 実質GDP、実質個人消費、実質投資の伸び率（前年同期比）



(出所) CEIC

上述のように、ブラジルの景気後退が鮮明になったのは2015年初頭であるが、そのきっかけは何だったのか？

それは、ブラジル中銀による急速な利上げの開始であった。ブラジルの金融政策は、物価上昇圧力が高まると利上げで対応するというインフレターゲット制を基軸としている。2006年以降、ブラジル中銀は、CPI上昇率前年同月比4.5%±2.0%を目標レンジとしてインフレターゲットの運用を行ってきた。

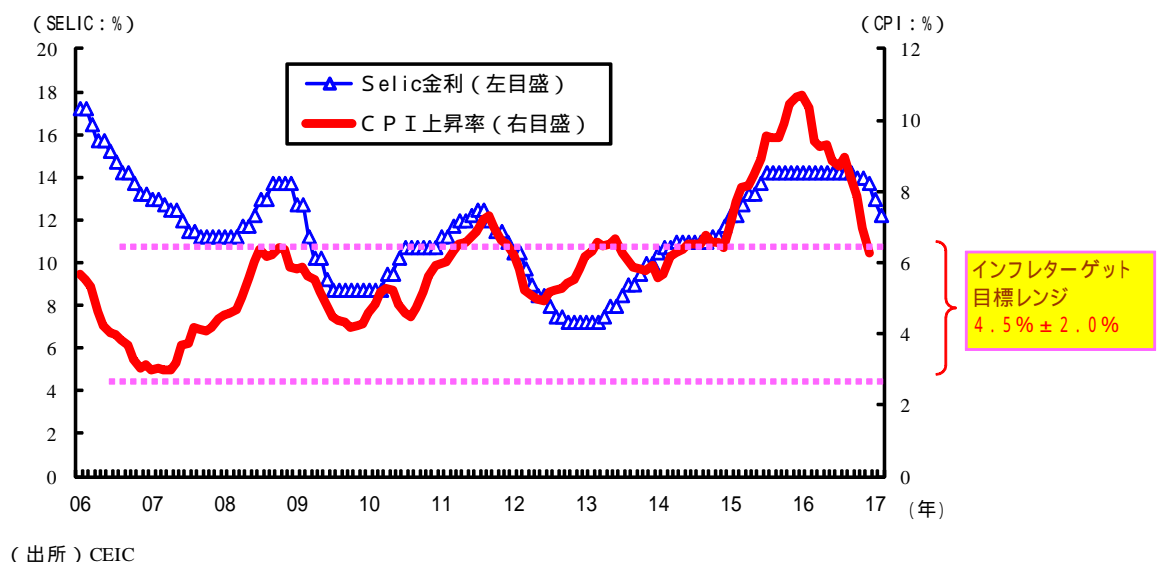
最近10年間のインフレ率の動きを見ると、2007年初頭には、インフレターゲットの下限に迫るほど低下していたが、その後は上昇傾向となり、2011年上半期と2013年夏には、一時、目標レンジの上限(6.5%)を超えた。2013年6月には、バス料金値上げへの反対運動をきっかけに、全国主要都市でデモが拡大し、ルーセフ大統領の支持率が急落した。これは、インフレ率の上昇が低所得層や中間層の生活に打撃を与え、それが政府に対する不満となっていることを示すものだった。事態を重視した当局は、足元で景気が鈍化しているにもかかわらず、インフレ圧力抑制を最優先し、政策金利を引き上げた。2015年に入ると、政府が財政状態の悪化を背景に2014年まで抑制していた公共料金を引き上げたために、インフレが加速し、これに対応するため、中銀が金利を急ピッチで引上げ、政策金利(Selic金利)は、2015年2月(12.25%)から同年7月(14.25%)までの5カ月で2%ポイントも上昇した。この利上げが景気を冷え込ませる直接的な要因となった。

その後、2015年の公共料金大幅値上げの影響が剥落したことや、リアル為替相場の回復などの影響を受けて、2016年初頭からインフレ率は低下し、2016年12月には、中銀目標レンジに収まる6.3%まで低下した。

中銀は、インフレ圧力が低下してきたこと、景気回復の勢いが弱いことなどを考慮し、2016年10月に4年ぶ

りとなる利下げに転じ、政策金利を 25bps 引下げ、さらに、2016 年 11 月には政策金利を 25bps 引下げ、2017 年 1 月と 2017 年 2 月にも、それぞれ政策金利を 75bps 引き下げた。

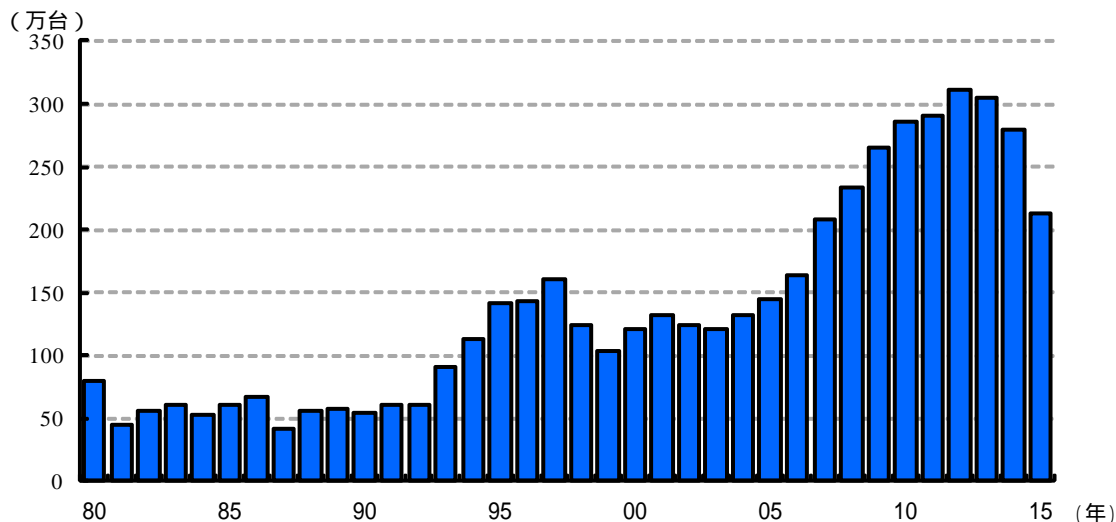
図表 4 . 政策金利 (Selic 金利) と C P I 上昇率 (前年同月比) の推移



(3) 勢いを失った個人消費 ~ レアル為替相場下落や利上げが逆風に

ブラジルの個人消費動向について、重要なバロメーターのひとつである自動車販売の動きを参考としてレビューしてみよう。ブラジルの自動車販売台数は、1995 ~ 2005 年頃には、年間 100 ~ 150 万台程度で停滞していた。しかし、2005 年以降、金利低下、レアル高などを追い風に販売台数が急増し、また、リーマンショック直後の 2009 年も、ブラジル政府が景気テコ入れのため自動車に対する工業税を減税したことに支えられ、販売台数は増勢を維持した。しかし、2004 年から 9 年連続で増加を続けてきた自動車販売台数も、2013 年には前年比減少となり、それまでのような勢いを失った。これは、自動車減税効果が一巡したことに加え、レアル為替相場下落、金利上昇などが逆風になったものと見られる。2014 年も、景況感の悪化や大統領選挙を控えて先行き不透明感が強まったことなどから、販売台数は前年割れとなった。2015 年には、インフレ昂進に対応するため中銀の利上げが加速した影響で、販売台数は大幅に減少した。

図表5．乗用車新車登録台数の推移

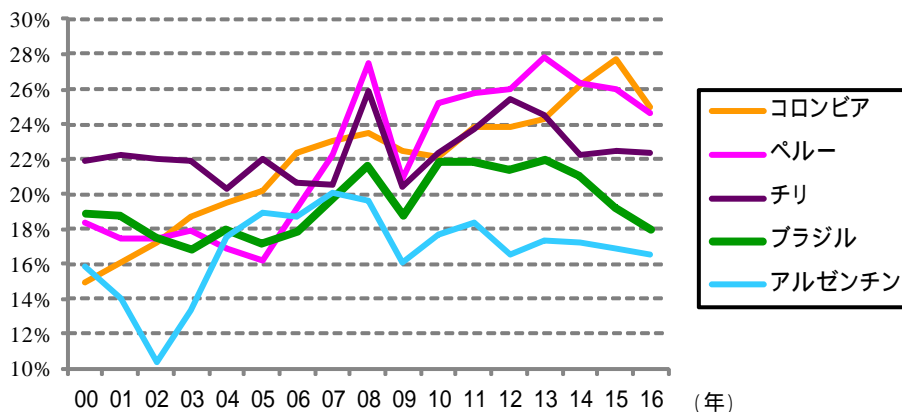


(出所) ANFAVEA, BRAZILIAN AUTOMOTIVE INDUSTRY YEARBOOK 2015

(4) 振るわない投資 ~ 構造的な問題に影響され、ペルーやコロンビアよりも低い投資率

南米主要五カ国の投資率(固定資本形成/GDP)を比較してみると、コロンビア、ペルー、チリが高く、最も低いのがアルゼンチン、アルゼンチンよりやや高いのがブラジルである。ブラジルの経済成長率がコロンビア、ペルー、チリより概して低めに推移してきたのは、ブラジルの投資率の低さが影響した側面もあると見られる。

図表6．南米主要5カ国の投資率の推移



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2016

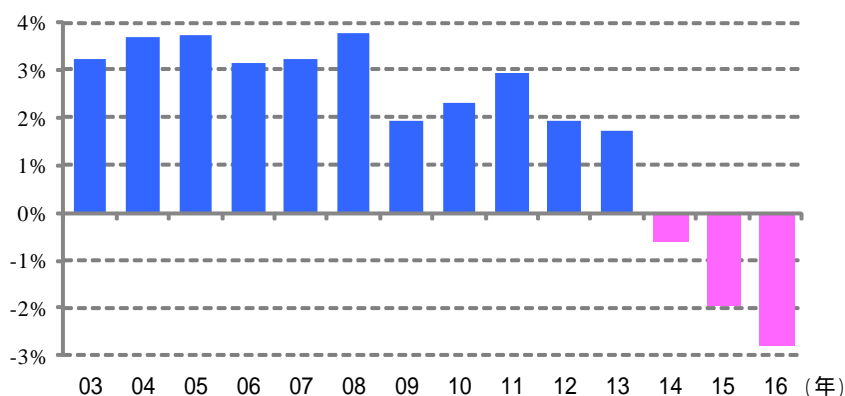
ブラジルの投資率が低い理由として、まず、過去のハイパーインフレーションの後遺症で貯蓄水準が低いことが挙げられている。また、現在のブラジル経済の抱える構造的な問題にも影響されていると見られる。例えば、ブラジルの金利と税負担が著しく高く、それが投資を妨げている可能性が高いと指摘されている。さらに、財政が脆弱でインフラ整備を実施できる余力がないためインフラ投資が盛り上がらないことも影響していると見られる。一方、政府は、港湾や鉄道などの施設整備に民間資本を活用しようとしているが、コンセッション(公共施設等の運営権)入札時に提示された条件が民間側に不利なため入札が不成立になるなどして、施設建設が遅れており、これも、投資低迷をもたらしている一因になっていると見られている。

他方、ブラジルは、政府による経済活動への介入過多が以前から指摘されており、例えば、労働法により事実上賃下げができず、また、一度労働者に付与した便益は事実上取り消し不可能であるなど、労働者が過剰に保護されており、さらに、技術ロイヤルティーの海外送金規制も厳しい。こうした制度的問題が投資家の意欲を削いでしまい、それが、ブラジルでの民間投資拡大を妨げていると懸念する声も多い。

(5) 景気悪化の引き金となったプライマリーバランス赤字拡大

2003年のルーラ大統領就任以来、PT政権は、政府財政のプライマリーバランス黒字を保ってきた。プライマリーバランス黒字を確保しているかぎり、政府債務残高が増加することはないので、政府債務増大への市場の懸念を払拭し信認を保つことにつながる。政権発足当初、ルーラ・ショックという形で市場からの拒否反応に見舞われたルーラ大統領が、その後、市場の信認を回復し、後継のルーセフ大統領になっても市場の信認を何とか確保できていたのは、プライマリーバランス黒字を維持していたことが大きく影響したと言える。リーマンショック以降、歳入減少や景気対策支出増などのため、プライマリーバランス黒字は縮小したが、赤字転落だけは回避できていた。政府は、2014年当初予算でも、プライマリーバランス黒字確保を見込んでいた。しかし、景気悪化にともなう税収減少が当初予想以上であり、2014年のプライマリーバランスは赤字となった。2015年と2016年には、景気悪化がさらに進んで歳入が減ったことにとともに、プライマリーバランス赤字は一層拡大した。

図表7．一般政府部門のプライマリーバランス対GDP比率の推移

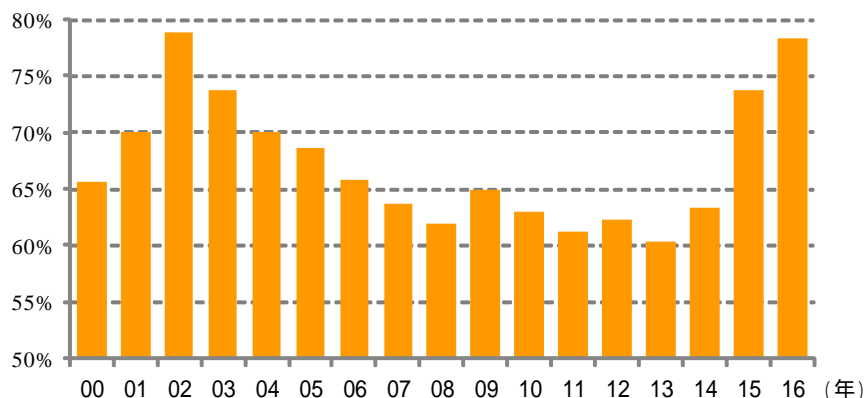


(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2016

財政収支悪化により、政府債務残高は増加し、一般政府部門債務残高の対GDP比率は、2016年には80%近い高さとなった。こうした財政状態の悪化により、政府が公共料金の引上げに転じたことと、政府の財政運営への市場の信認が低下したことで、インフレ圧力が高まってしまい、それに対応するための中銀の利上げによって景気が悪化してしまったと言えるだろう。

テメル政権は、プライマリーバランス黒字化を達成するため、政府歳出の伸び率をインフレ率以下とするシーリング制度を憲法修正案に盛り込み、2006年12月に可決・成立させた。

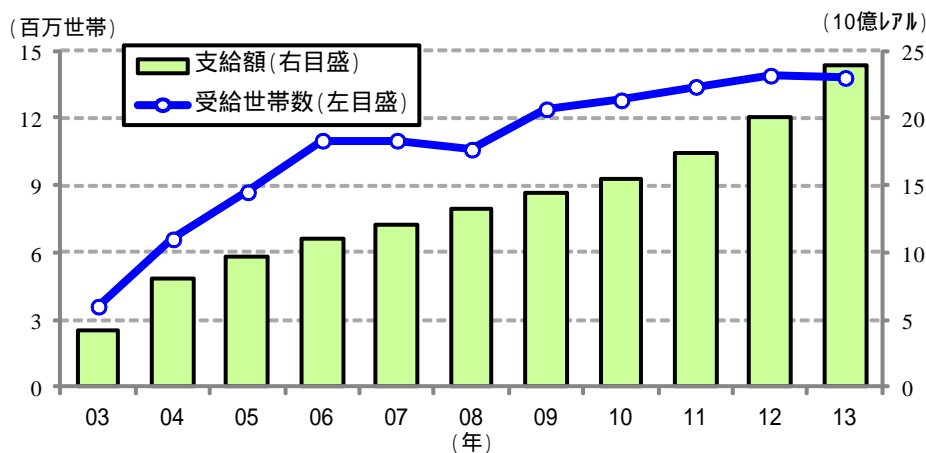
図表 8 . 一般政府部門の債務残高対GDP比率の推移



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2016

近年のプライマリーバランスが悪化した理由として、PT 政権下でかつて行われたバラマキの後遺症だとの指摘がある。例えば、ルーラ政権時代に開始されたボルサ・ファミリーア (Bolsa Familia) と称する低所得世帯向けの給付金制度の拡大が財政収支を悪化させる要因になったとされている。ボルサ・ファミリーアは、子供を就学させ予防接種を受けさせていることなどを条件に、低所得層に対して給付金を支給するというものである。ボルサ・ファミリーア給付金制度発足からの 10 年間で、給付金受給世帯数は 4 倍に、支給額は 5 倍に、それぞれ増加した。給付金受給者数は約 4000 万人で、貧困層の大半がカバーされた。この所得移転政策は、貧困層・低所得層の収入増加を通じて、個人消費を拡大させ景気を押し上げるのに寄与した。しかし、一方で、ボルサ・ファミリーアに対しては、結局「バラマキ」であり財政収支悪化を招いたとの批判があった。また、受給者の経済的自立を妨げる弊害もあったと指摘された。例えば、貧困層の人々が、給付金を受給できることによって勤労意欲が低下し、働くのをやめてしまったケースもあったことが明らかになっている。

図表 9 . ボルサ・ファミリーア受給世帯数と支給額の推移



(出所) 社会開発飢餓撲滅省 (Ministério do Desenvolvimento Social e Combate à Fome)

ルーセフ前大統領は、2014年の大統領選挙で再選されたが、選挙前に、ボルサ・ファミリーなどのバラマキを拡大して貧困層の支持を集め、それによって僅差で選挙に勝つことができたと見られている。

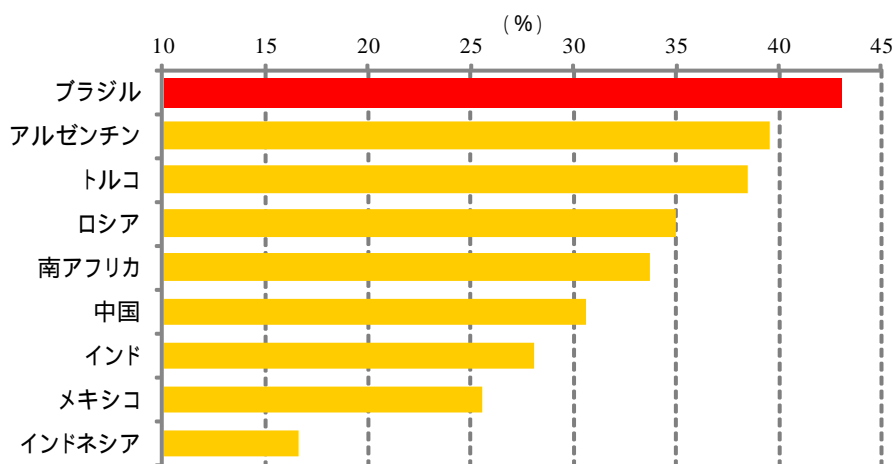
プライマリーバランス悪化につながった PT 政権下でのバラマキのもうひとつの例として、リーマンショック後に政府の打ち出した自動車に対する工業製品税 (IPI) の引き下げが挙げられている。これは、2009年1月から、期限付きで5~7%の IPI 減税を行うものであった。この減税の効果によって、自動車販売台数は、リーマンショック直後の2009年に前年比増となり、これが、ブラジル経済の2009年の大幅な悪化を食い止め、同年の経済成長率が 0.1%と小幅なマイナスにとどまるのに貢献したとされる。

PT 政権は、バラマキを拡大し景気拡大や人気取りを図る一方で、歳出削減、公共料金値上げ、税制改革といった財政見直しを行わず、財政赤字が拡大する原因をつくってしまったと言える。

つまり、ブラジルでは、PT 政権時代の現金給付や減税によって、需要が先食いされてしまい、そのツケが、今になって財政赤字の深刻さとなって表面化し、その財政赤字拡大がインフレ圧力増大と利上げを招き、それによって、足元で景気後退に陥っている。これが、現在のブラジル経済不振の基本的構図であると言える。

一方、ブラジルの財政面の問題として、そもそも歳出規模が大きすぎる点が指摘されている。G 20 に含まれる新興国の一般政府部門の歳出の対 GDP 比率を見ると、ブラジルが最も高い。これは、ブラジルの財政健全化のためには、まず歳出規模を削減する必要があることを示唆している。

図表 10 . G 20 メンバーの新興国における一般政府部門歳出の対 GDP 比率



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2016

ブラジル政府の歳出について、経済界では、かねてから、公務員の数が多すぎ給与も大盤振る舞いされている、あるいは、老齢年金の受給開始年齢が低すぎるなどと、浪費的傾向に対する不満の声があった。

ブラジル政府は、かつて、IMF 等から財政赤字削減を求められた際に、歳出削減ではなく増税等による歳入増加で対応した。これは、ブラジルの間接税をはじめとする各種税金が高くなる原因になり、モノやサービスの価格を上昇させ経済を歪める結果を招いてしまった。

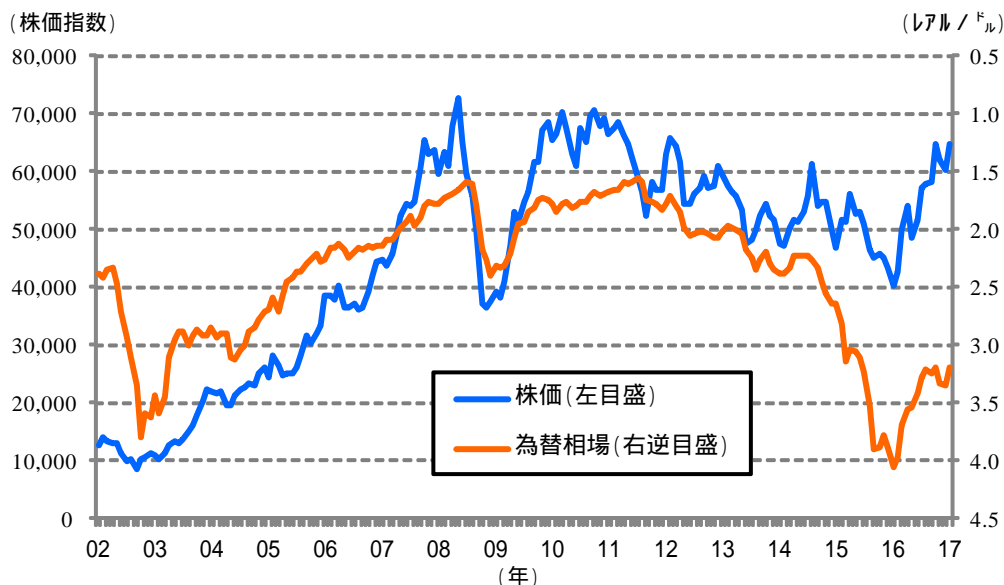
ルーセフ前大統領は、歳出削減を拒否してきたが、テメル大統領は、歳出削減を実施する意向である。しかし、歳出削減については、既得権益層からの強い反発が予想されるため、実施はそう簡単ではないと見られている。

(6) 大統領弾劾を契機に回復する為替と株価 ~ 今後の経済好転への市場の期待感が高まる

ブラジルの為替と株価は、2003年から2008年にかけて上昇を続けた。これは、政権発足当初には市場から信用されていなかったルーラ左翼政権が予想に反して堅実な経済運営を行ったため同政権への市場の懸念が低下したことや、ブラジルの主力輸出品目である鉱物資源の価格が上昇したことなどを背景とするものであった。その後、2008年9月のリーマンショックで、為替も株価も、一旦下落したが、その後、ファンダメンタルズが良好で豊富な資源を有するブラジルが有望国として再認識されたことなどから、2009年には大きく回復し、2011年前半ごろまでは、株高、レアル高という状況が続いた。しかし、その後、為替は、2012年に、ユーロ危機再燃の余波を受けて、市場のリスク回避指向が高まったことなどから、下落傾向となった。2013年には、公共サービス改善を求める大規模な抗議行動が発生し政権支持率が急落したことや、米国金融緩和終焉観測浮上にともなう新興国からの資金流出が加速したことなどから、レアルの下落圧力が増大した。2014年12月には、ルーセフ大統領が大統領選挙で再選され、左翼のPT政権が継続することへの市場の失望感などから、レアルは急落した。

2015年には、財政収支見通しの悪化や最大の輸出先である中国の景気減速などからレアルはさらに急落し、株価も下落した。しかし、2015年末に、ルーセフ大統領の弾劾審議入りが決まると、PT政権退陣による今後のブラジル経済好転に対する市場の期待感の高まりから、株価も為替も回復に転じ、値を戻した。株価も為替も、ルーセフ大統領弾劾が大きな転換点となって回復基調にあると言えそうだ。

図表11 株価（BOVESPA指数）と為替相場の推移



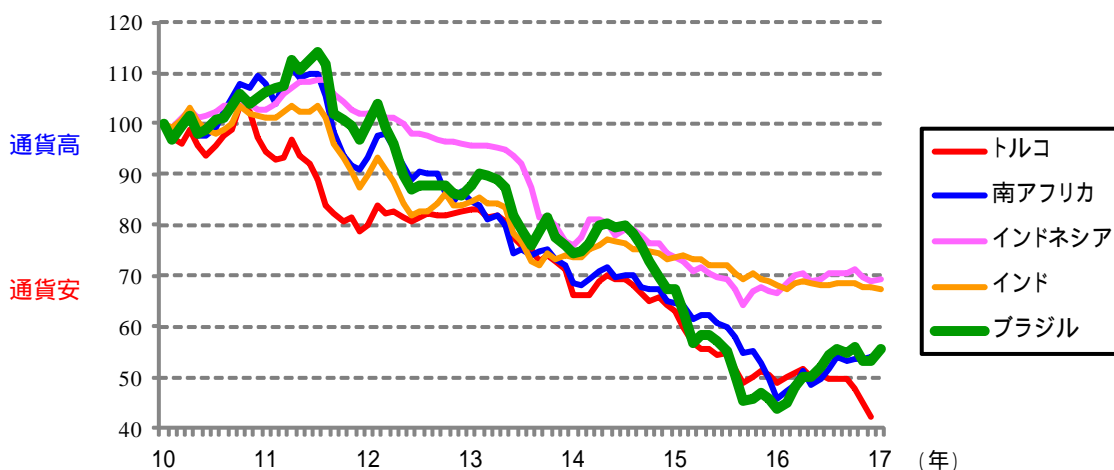
(出所) CEIC

ブラジルと他の新興国の為替相場の動きを、2010年初頭を基点（2010年1月＝100）として比較してみよう。

ブラジル、南アフリカ、インドネシア、インドの4カ国の通貨は、2010年から2011年にかけては増価傾向であったが、それ以後は概ね下落傾向となり、2013年には、米国金融緩和終焉観測浮上による資金流出の影響で下落が加速した。2015年以降は、内需を中心に景気が好調なアジア新興国の通貨が比較的緩やかな下落にとどまったのに対して、景気が低迷する非アジア新興国の通貨は一段と下落が進んだ。ただ、ブラジルの為替相場は、2015年末のルーセフ大統領弾劾審議入り決定を受けて下げ止まり、それ以降は、政治経済情勢好転への期待感などから持ち直している。これに対して、トルコでは、2011年以降、経常赤字拡大への懸念などから為替相場が下落傾

向となり、足元では、与党による反対勢力排除などで政治情勢混乱が懸念され、為替下落が一段と進む様相を見せている。その点、ブラジルは、政治が不安定なトルコとは異なり、足元で為替が回復に向かうトレンドにあると言えそうだ。

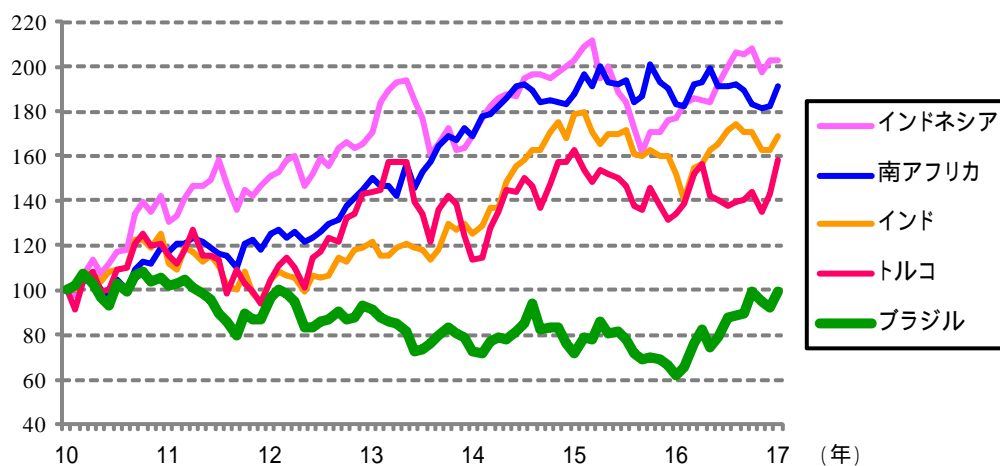
図表 1 2 . 新興国通貨の対米ドル為替相場の推移 (2010年1月 = 100)



(出所) CEIC

ブラジルと他の新興国の株価の推移を、2010年初頭を基点(2010年1月 = 100)として比較してみよう。ブラジル以外の国々では、2010年1月からの7年間で、株価は1.5~2.0倍に上昇しているが、ブラジルは、2012年頃から低迷傾向に陥り、2016年末に漸く2010年初頭の水準まで回復するという状況で、他の主要な新興国と比べて不振である。この理由として、一次産品価格下落による企業収益悪化、景気の低迷、インフレ圧力増大による金利上昇、ペトロブラスの汚職問題等による政治への信認低下、といったさまざまなマイナス要因が重なって、投資家の関心が他の新興国よりも低くなったことが大きな原因であったと考えられる。

図表 1 3 . 新興国の株価の推移 (2010年1月 = 100)



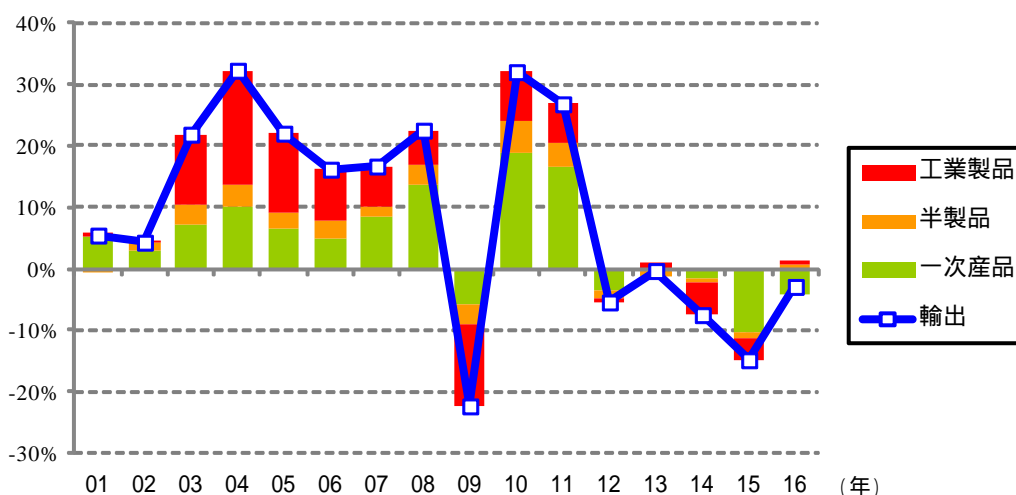
(出所) CEIC

3. 国際収支 ~ 大きく減少していた輸出は回復傾向、経常赤字も縮小へ

(1) 減少してきた輸出は、主力輸出品である一次産品の価格底入れで回復の兆し

ブラジルの輸出動向は、最近 10 年余りの間、一次産品の動きに大きく左右されてきた。ブラジルの輸出は、リーマンショック発生直後の 2009 年に世界的な景気後退の波に吞まれて急減した。その後、2010 年と 2011 年は一次産品を中心に大きく伸びた。これは、主として鉄鉱石価格などが急上昇した恩恵を受けたものであった。しかし、2012 年は、鉄鉱石価格が下落した影響で、輸出は一次産品を中心に前年比減少となった。また、2014 年には、工業製品を中心に輸出が落ち込んだ。これは、隣国アルゼンチンで奢侈品に課される内国税の税率が引き上げられ、また、アルゼンチン通貨ペソの下落が加速した影響も加わったため、アルゼンチン向け自動車輸出が大きく減少したことが影響したと見られる。2015 年も、鉄鉱石価格が下落した影響で一次産品を中心に輸出はさらに落ち込んだ。しかし、2016 年には、下落を続けてきた資源価格に底入れの兆しが見られたことで、輸出の減少率は鈍化し、今後回復へ向かう動きもうかがえるようになった。

図表 1 4 . ブラジルの輸出の伸び率と品目別寄与度



(出所) CEIC

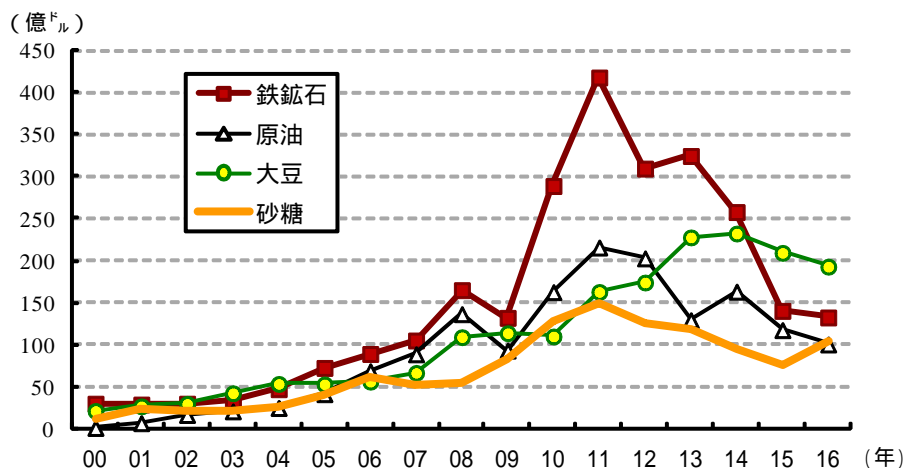
ブラジルの品目 (HS4 桁コード) 別の輸出額を見ると、2009 年から 2014 年にかけては鉄鉱石が最も多かったが、2015 年と 2016 年は、大豆が最大の輸出品目となった。2016 年の上位輸出品目は、大豆、鉄鉱石、砂糖、原油の順となった。

ブラジルの輸出品目 (HS4 桁コード) の上位 8 位までを一次産品が占めているが、最近のブラジルの輸出を左右しているのは鉄鉱石である。2010 ~ 2011 年のブラジルの輸出拡大の原動力は、鉄鉱石の輸出増であったことがわかる。また、足元の輸出伸び悩みも、鉄鉱石輸出の失速が大きく影響していることがうかがえる。

ブラジル最大の輸出品目である鉄鉱石は、2000 年代後半に、急速に輸出額が伸びてきたが、この主な原因は、中国向け輸出の急増であった。その背景には、中国の鉄鋼生産の急拡大があった。中国の粗鋼生産量は、2000 年には 1 億トン程度にすぎなかったが、2011 年には 7 億トンに達するという驚異的なペースで増加してきた。中国は、急激な粗鋼増産に伴う原料確保の必要性から、ブラジル産鉄鉱石の輸入を増やし、ブラジルの中国向け鉄鉱石輸出は、2001 年から 2011 年までの 10 年間で 40 倍にまで拡大した。このように、ブラジルの鉄鉱石輸出は、中国の「資源爆食」に牽引される形で拡大してきた。しかし、中国では、野放図な投資が行き詰り、鉄鋼も過剰

生産状態に陥っており、今後、鉄鋼の生産調整が本格化すると見られる。このため、2000年代後半のような中国ブームが再来し、ブラジルの輸出部門が活況に沸くというシナリオは望めない。一方、第2位の輸出品である大豆も、鉄鉱石と同様に、中国向け輸出に大きく依存している。ブラジルの大豆輸出の大半が中国向けであり、近年、中国向け輸出額はやや減少傾向となっている。

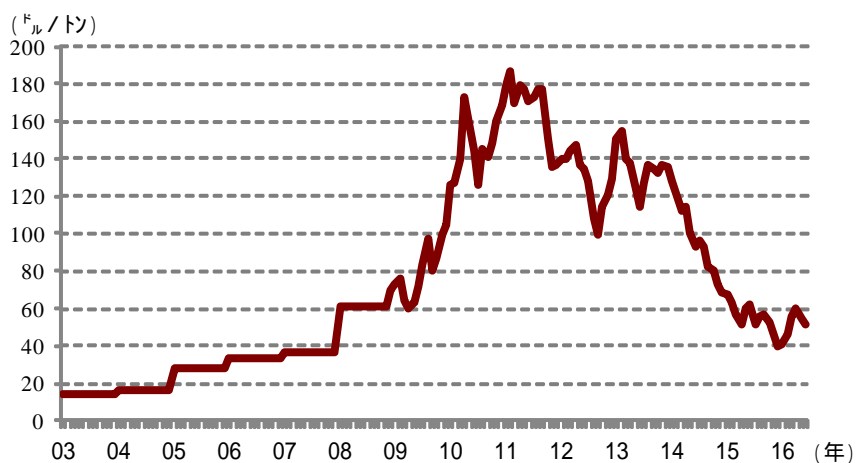
図表15. ブラジルの輸出 ~ 上位品目の輸出額推移



(出所) Global Trade Atlas

2000年代後半に急騰した鉄鉱石価格は、2011年以降下落しており、これが、前述の通りブラジルの輸出不振の大きな原因となった。しかし、2016年には、鉄鉱石価格が底入れから回復へ向かう兆候も見えるようになった。

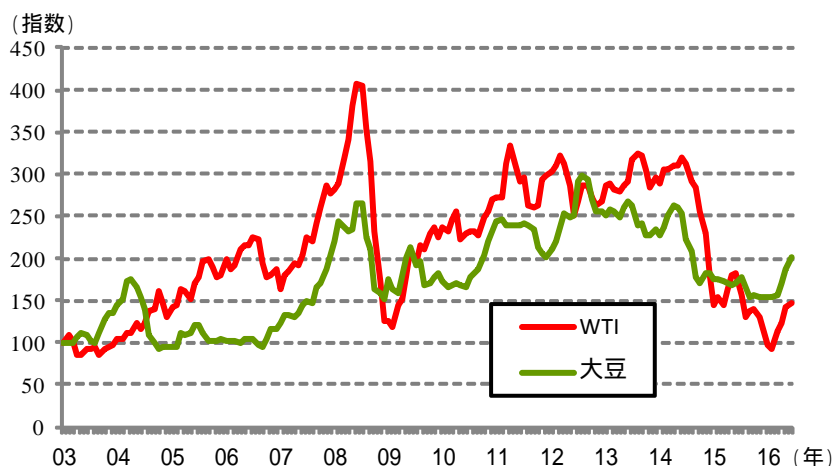
図表16. 鉄鉱石価格(天津港岸着価格)の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

原油と大豆の価格も、2014年に急落したが、2016年には、底を打って、反転上昇へ向かう動きも見せている。一次産品価格の底入れは、ブラジルのような一次産品輸出国にとっては、今後の経済状態好転につながるポジティブなニュースとなりそうだ。

図表 17 . 原油価格 (WTI) と大豆価格の推移 (2003 年 1 月 = 100 として指数表示)



(出所) IMF, International Financial Statistics

(2) 2010年代に拡大してきた経常赤字は縮小へ

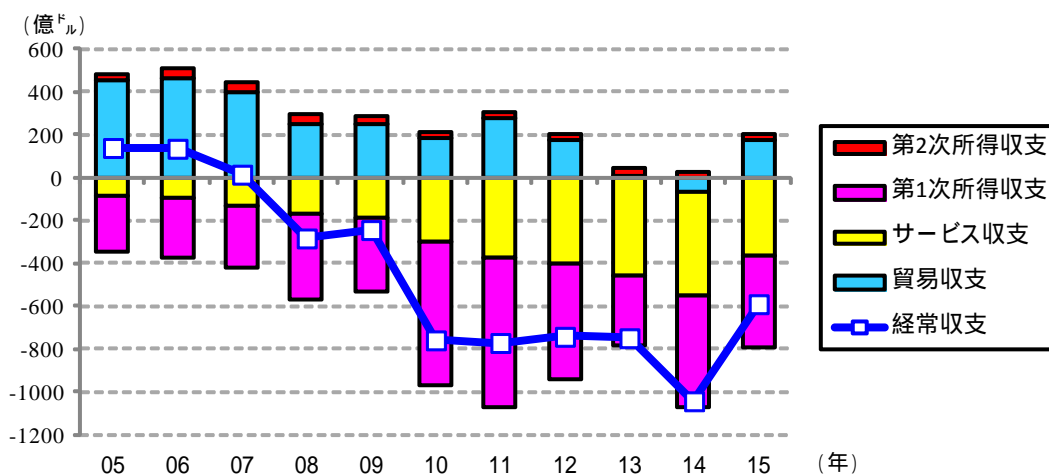
近年のブラジルの経常収支を見ると、2008年に赤字転落し、それ以降、赤字が拡大傾向にあった。経常収支の主な収支項目の動きを確認しておこう。

貿易収支については、リーマンショック以前は資源輸出ブームなどを反映し大幅な黒字であったが、近年は、主力輸出品の鉄鉱石など一次産品の下落などを反映し、黒字が縮小し、2014年は貿易赤字に転落した。

一方、輸入増加の影響で輸入運賃支払いが増えたことなどにより、サービス収支は赤字が拡大してきた。

また、第1次所得収支も恒常的に赤字である。これは、ブラジルの金融、通信、小売、自動車などの業種を中心に外資系企業のプレゼンスが大きいことを背景に、こうした企業による多額の利益本国送金の影響で、赤字になっているものと見られる。

図表 18 . ブラジルの経常収支の推移

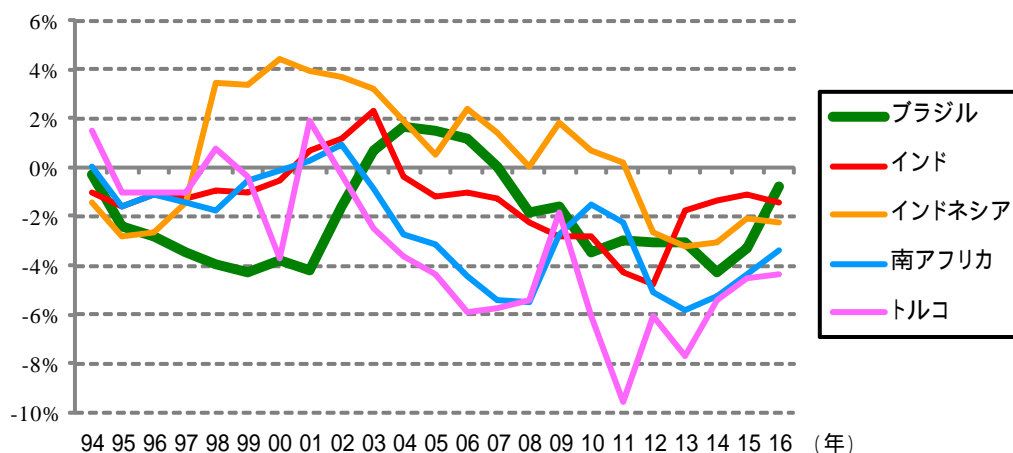


(出所) IMF, International Financial Statistics

ブラジルを含む新興国の経常赤字は、経済ファンダメンタルズのなかでも要注意項目とされてきた。例えば、G20の新興国の経常収支を見ると、2000年代以降、多くの国で赤字が拡大する傾向にあった。その中でも、経

常赤字の対GDP比率が大きい国として国際金融界で警戒の対象となったのが、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5カ国(いわゆるフラジャイル・ファイブ)である。ただ、ブラジルの経常赤字対GDP比率は、2010~2014年頃は貿易収支悪化などを背景に大きく拡大していたが、足元では、貿易収支が改善していることもあり、縮小している。また、フラジャイル・ファイブの中で見ると、足元の経常赤字対GDP比率はブラジルが最も小さい。ブラジルの経常赤字は、警戒すべき経済指標ではなくなりつつあると見てよいであろう。

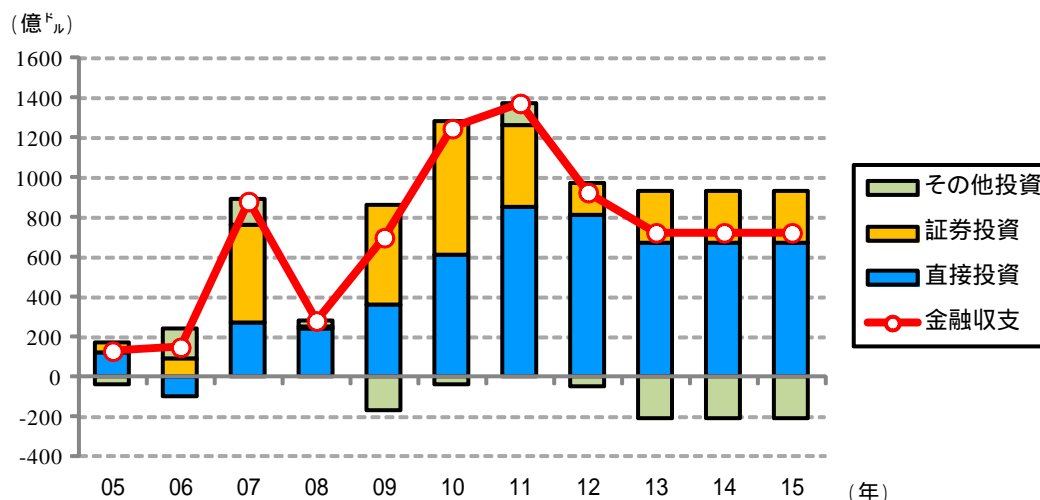
図表19. フラジャイル・ファイブの経常収支対GDP比率の推移



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2016

前述のように、ブラジルの経常収支は近年赤字が続いてきた。しかし、その赤字は、資本流入によってほぼオフセットされており、外貨準備が減少するような状況にはなっていない。資本流入黒字の大部分は、直接投資流入超過によってもたらされている。国際収支の安定性という観点からすれば、経常赤字が、足の速いホットマネーではなく、安定的な資金である直接投資によってファイナンスされているという構造は、外貨繰りの安全性という観点からはプラスと見てよいであろう。

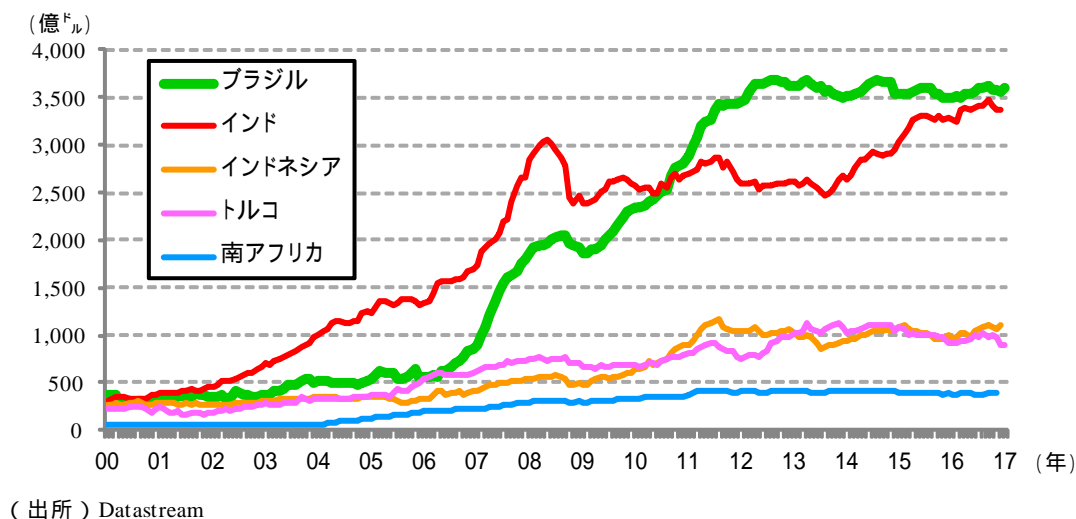
図表20. ブラジルのネットベース資本流入の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

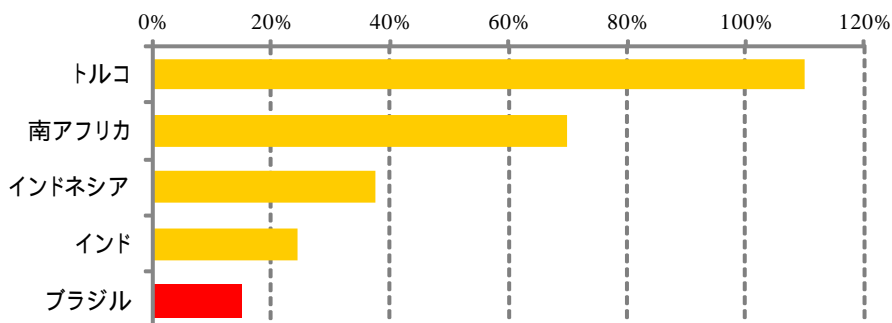
ブラジルの外貨準備残高は、2012年から横這い傾向であるが、フラジャイル・ファイブの中では最も多い。2016年末の外貨準備は財・サービス輸入の約21カ月分に相当し、対外支払い能力という観点からは、外貨準備の水準に問題はない。

図表2-1. フラジャイル・ファイブの外貨準備の推移



外貨準備水準の安全性について、短期対外債務残高とのバランスという視点から検討してみよう。短期対外債務残高を外貨準備で割った値を、上記フラジャイル・ファイブの中で比較してみると、ブラジルが最も低い。トルコのように100%を超えるケースでは、当該年に支払期限が到来する短期対外債務を外貨準備保有高だけで支払えないことが示されており、その意味で対外債務危機発生リスクが高いと見なされる。一方、ブラジルの場合は、同数値が15%と低いため、相対的に安全性が高いと見ることができよう。

図表2-2. フラジャイル・ファイブの外貨準備に対する短期対外債務の比率 (2015年末)



(出所) 外貨準備はIFS, 短期対外債務はInternational Debt Statistics

4. 投資先としてのブラジルの注目点

(1) 日本企業が中南米で最も注目する事業展開先は、ブラジルからメキシコへシフト

日本企業の投資先としてのブラジルへの関心は、近年低下する兆候が見えている。例えば、国際協力銀行(JBIC)の海外直接投資アンケート調査結果における有望国ランキング(中期的スパン)を見ると、2010年度には、ブラジルのランキングは第5位であり、非アジア新興国の中では最高ランクであった。しかし、その後、ブラジルの順位は低下し、2016年度は第10位まで後退した。

ブラジルに代わって順位を上げてきたのがメキシコである。メキシコの順位は、2016年度は第6位となり、非アジア新興国の中では最も高くなった。いまや、アジア以外の国々の中で、日本の製造業が最も注目しているのはメキシコであることが示唆されている。

メキシコの順位が上昇した理由は、日墨EPA(2005年発効)の改正議定書が2012年に発効したことが影響したと見られる。すなわち、改正議定書によって、日墨双方の市場アクセス拡大などが実現し、これにより、メキシコでのビジネスの利便性が向上したことで、日本企業のメキシコへの関心が高まったと考えられる。

一方、ブラジルの順位が低下した理由として、2014年以降のインフレ、金利上昇、景気後退などに加えて、ペトロプラス汚職事件等による政治不信の高まりなどで政権が信認を失ったことなどが影響したと考えられる。

ただ、メキシコに関しては、米国で、NAFTAの見直しなど過激な主張を打ち出すトランプ大統領が誕生したことにより、事業展開先としての先行きに不透明感が高まりつつあることも事実である。

図表23. 日本の製造業が今後の事業展開先として有望と考える国・地域(中期的スパン)

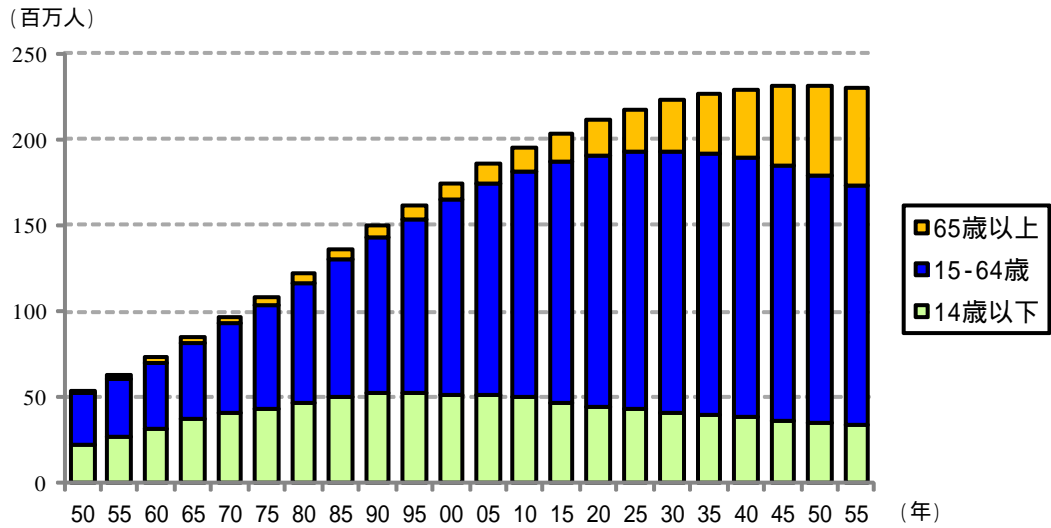
順位	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
1位	中国	中国	中国	インドネシア	インド	インドネシア	インド
2位	インド	インド	インド	インド	インドネシア	インド	中国
3位	ベトナム	タイ	インドネシア	タイ	中国	中国	インドネシア
4位	タイ	ベトナム	タイ	中国	タイ	ベトナム	ベトナム
5位	ブラジル	インドネシア	ベトナム	ベトナム	ベトナム	メキシコ	タイ
6位	インドネシア	ブラジル	ブラジル	ブラジル	メキシコ	タイ	メキシコ
7位	ロシア	ロシア	メキシコ	メキシコ	ブラジル	フィリピン	米国
8位	米国	米国	ロシア	ミャンマー	米国	米国	フィリピン
9位	韓国	マレーシア	米国	ロシア	ロシア	ブラジル	ミャンマー
10位	マレーシア	台湾	ミャンマー	米国	ミャンマー	ミャンマー	ブラジル

(出所) 国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」(各年版)

日本企業がこれまでブラジルに関心を抱いてきた最大の理由は、南米最大の人口をもつブラジルの市場としての魅力であった。国連の人口推計によれば、ブラジルの総人口は2050年まで増え続け、生産年齢人口(15-64歳)は、2035年まで増え続けると予測されている。

つまり、あと約20年間は、経済活動の担い手が増え続けるということであり、その意味では、今後も経済成長と消費市場拡大のチャンスは大きいと言える。

図表 2 4 . ブラジルの年齢層別人口の推移と予測

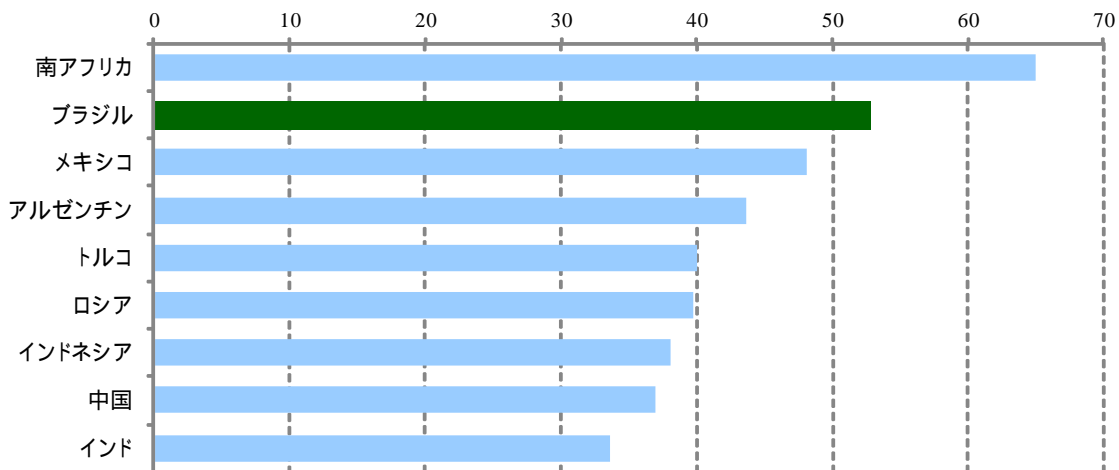


(出所) United Nations, World Population Prospects: The 2012 Revision

(2) 所得分布の不平等が大きいブラジル ~ 成長よりも所得配分政策を指向しやすくなる政府

ブラジルの人口増加は、経済成長にはプラス材料であるが、一方、経済活動で得られた富の配分という点に関して言えば、ブラジルは、大きな不平等という問題を抱えている。所得分布の不平等は、以前からブラジル社会の懸念材料であると指摘されてきた。実際、所得分布の不平等を測る指標であるジニ係数(係数が高いほど所得分布が不平等)を見ると、G20に含まれる新興国(除くサウジアラビア)の中で、ブラジルは南アフリカに次いで高くなっている。所得分布の大きな不平等という構造が是正されなければ、経済成長を達成しても、その成果が一部の階層だけを潤すことになり、それによって社会的な緊張を高めてしまう危険性がある。上記のように所得分布の不平等性が顕著であるため、ブラジル政府は、どうしても所得再配分的な経済政策を優先せざるを得ず、競争力や成長力を高める経済政策は後回しになるという傾向が生じてしまった。しかし、だからと言って、成長・競争をより重視すれば、所得分布の不平等がますます拡大するリスクが高まる。これが、ブラジル経済の抱える大きなジレンマであると言える。

図表 2 5 . G 2 0 に属する新興国 (除くサウジアラビア) の所得のジニ係数



(出所) HumanDevelopment Report 2015

(3) ビジネス環境に問題が多いブラジル ~ 企業を悩ます「ブラジル・コスト」

ブラジルは、経済発展の可能性に富むとされる一方で、以前から、ビジネス環境に問題が多いと指摘されてきた。実際、世界銀行の「Doing Business 2017」におけるビジネスのしやすさランキングを見ても、ブラジルは190カ国中123位であり、G20のメンバー国でブラジルより同ランキングが低い国はインドだけである。

ブラジルのビジネス環境については、特に、「ブラジル・コスト」と呼ばれる問題が外国投資家を悩ませてきた。ブラジル・コストと称される問題の代表例は、税金の種類の高さと税率の高さ、労働者寄りの労働法制、著しく高い金利、インフラのサービス水準の低さとコストの高さ、などであるが、これらに加えて、通関の非効率性や、治安の悪さに対応するためのセキュリティコストの高さ、といったこともブラジル・コストとして指摘されることが多い。

こうしたブラジル・コストの存在が、外資系企業にブラジル進出を躊躇させ、それが雇用拡大を阻害し経済成長を阻む原因になっているというのが、在ブラジル日本企業の間では、ほぼ共通の認識となっている。

ブラジル・コストとされる問題の多くは、解決のために、政府部門の効率化や経済活動への政府介入の減少が必須要件と考えられる。それには、経済政策を新自由主義的な方向（自由化や競争・効率の重視）へ転換する必要があるが、従来のPT左翼政権のもとでは実施は不可能であった。しかし、2016年8月にPT出身のルーセフ大統領が弾劾・罷免され、中道政党出身のテメル副大統領が大統領に昇格した。これにより、今後、政府の経済運営方針変更により、ブラジル経済の発展を妨げてきた上述のような構造的要因が変わる可能性が出てきた。しかし、そうした構造的問題の解決が、政治的抵抗を受けて頓挫した場合には、ブラジルの経済成長率が今後も低迷を続ける恐れがある。

図表26 「ブラジル・コスト」の代表例

項目	摘要
税金	間接税を中心に税金の種類が多く、しかも税率が高い 税制が頻繁に変更され、納税手続きにも時間がかかる
労働法制	労働者側に有利な労働法制 労働裁判所が労働者の利益を重視 賃金の引き下げは法律で禁止 賃上げ率は個別企業収益に関係なく業種別組合が決定
金融	金利が著しく高い（政策金利でさえも2桁台）
インフラ	電力・通信・輸送は、サービス水準が低いのに高コスト
通関	輸入通関手続きに多大の時間とコストがかかる
治安	防弾車購入や警備システム構築にコストがかかる

（出所）現地ヒアリング等をもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部作成

(4) 小党が乱立するブラジル議会 ~ 安定多数が形成されにくく流動的になりやすい政治

ブラジルの政治の大きな弱点のひとつは、少数政党分立状態のため議会で安定多数勢力を形成するのが非常に難しく、安定性に欠けるという点であろう。ブラジルでは、政党が細分化されている上、定見がなく勝ち馬に乗ろうとするカメレオンの・コバンザメ的な政党も多いため連立政権の性格が流動的になりやすいという問題があり、政党の合併を促進する必要があると指摘されている。テメル大統領の出身母体で最大議席を占めるPMDBでさえ、議席占有率は約13%にすぎない。

ルーセフ大統領の出身母体で2016年8月まで政権与党だったPTは、低所得層や労働者など非エリートに支持された左翼政党で、かつてはエリート層が支持する政党に選挙で勝てなかったが、ルーラ元大統領が2002年の

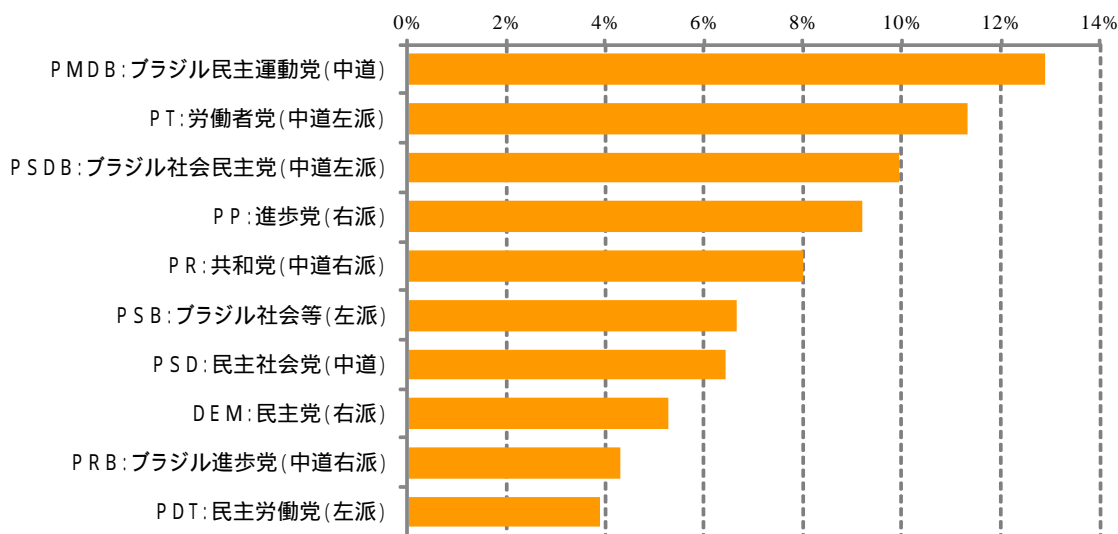
大統領選挙で勝利し政権を握った。ルーラ元大統領は、ストライキの指導者として知られ、議会では与党に対して「何でも反対」という姿勢で臨む政治家であり、また、ルーラ元大統領の後継者のルーセフ前大統領は、過激な反政府学生運動に身を投じ銀行強盗の罪で逮捕・投獄された経歴を持つ。そのような指導者が率いる PT は、経済界からは嫌われてきたが、低所得層などの支持を集めて大統領選挙では勝ってきた。しかし、ルーセフ前大統領の弾劾以降、少数政党が PT から離れてしまい、PT は支持を失い弱体化の兆候を見せている。2016 年の地方選挙でも、PT が市長ポストを得た自治体の数は約 240 から 60 前後にまで激減した。

テメル新大統領は、経済界寄りの中道政党である PMDB の出身であり、財政再建と投資環境改善に向けた改革を進める意向を表明している。政府の経済関係の重要ポストに関しても、メイレス元中銀総裁を財務相に起用、大手銀行イタウ・ウニバンクのチーフエコノミストであったゴールドファイン氏を中銀総裁に起用するなど、市場の評価が高い人材を登用しており、この人事について、市場では、今後、経済改革が進むとの期待感が広がり、テメル政権への評価は高まった。

テメル大統領の任期は 2018 年末までであり、テメル大統領は次期選挙には出馬しないことを表明している。

2018 年の次期大統領選挙では、テメル大統領の改革路線を継承するような人物が当選するであろうというのが経済界の期待するメイン・シナリオである。しかし、前述のように、主張や行動が流動的な多くの少数政党が乱立しているブラジルでは、政治の行方を見定めるのが難しい状況である。

図表 27 . ブラジル下院における各党の議席占有率 (2016 年)



(出所) J E T R O サンパウロ事務所

5. 今後の展望と課題 ~ 短期的には復調が期待できるか本格的な成長軌道に乗るかは不透明

(1) 政権交代によって、緩やかな回復へ向かうブラジル経済

ブラジル経済は、PT 政権時代のポピュリズム的な経済運営による負の遺産が財政悪化という形で表面化し、その影響で、2015 年、2016 年と景気後退に陥ってしまった。しかし、2016 年のルーセフ前大統領弾劾・罷免により PT 政権が終焉したことで、経済運営の基本方針がポピュリズムから自由化・財政健全化へと転換し、これが今後のブラジル経済の立ち直りを後押しすると見られる。

テメル政権の財政健全化方針表明などにより政権に対する市場の信頼が回復しており、為替も株価も上昇基調である。消費者や企業のマインドも好転しつつあると見られる。こうした状況を背景に、2017 年から 2018 年にかけて、ブラジル経済は緩やかな回復が期待できそうである。

(2) メルコスール（南米南部共同市場）の活性化で南米経済全体が勢いづく可能性も

これまで、メルコスールは、ブラジルとアルゼンチンの二大国が左翼政権のもとで保護主義的な経済政策を採っていたこともあって、排他的な関税同盟という色彩が濃かったと言える。しかし、アルゼンチンに続いてブラジルでも左翼政権が退陣し、保護主義から自由化への路線転換が図られる見通しとなった。これを受けて、今後、メルコスールも、域外国・地域との連携を模索し活性化する可能性が出てきた。そうなれば、南米経済の成長促進への起爆剤となるだろう。その意味で、ブラジルの政権交代は、ブラジル経済だけでなく、南米経済全体にとって大きな転換点になりうるものと言える。

(3) 競争・成長の促進が課題だが、政治的抵抗で頓挫する恐れも

PT 政権時代の経済運営は、バラマキや減税などを中心とする需要刺激策であり、他方で、公共投資や民間投資の促進は疎かになり、規制緩和も進まなかったため、供給サイドの強化が不十分であった。

今後の政治課題として重要なのは、財政の健全化であるが、同時に、規制緩和による競争・成長の促進を通じて供給サイドの強化を図ることも重要である。

ただ、規制緩和を実施すれば、ただでさえ大きい所得分配の不平等がますます拡大する恐れがあり、このジレンマが、今後もブラジル経済の成長への重しになる可能性が大きい。こうした状況を考えれば、今後、ブラジル経済を本格的な高成長軌道に乗せるのは簡単ではないと言わざるを得ないだろう。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。