2014.04.04 (No.21, 2014)

Newsletter

Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

転機を迎えるブラジル経済

～問われる次期大統領の経済政策～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部　上席研究員
森川　央
morikawa@iima.or.jp

要　旨

- ブラジルの成長率は2%台に低迷する一方､インフレ率は6%台に上昇しておりスタグフレーションと言っていい状況になっている。これは、供給側の問題（いわゆるブラジルコスト問題）にメスを入れず、もっぱら減税や公的金融による低利融資といった需要刺激で景気延命を図ってきた帰結である。
- しかし、この政策はそろそろ限界に近付きつつある。インフレの他にも、経常収支赤字の拡大、財政赤字の拡大といった弊害が出てきているからだ。
- ブラジル経済は転機を迎えている。必要な政策は需要サイドではなく供給サイドの強化、いわゆる「ブラジルコスト」の削減である。ブラジルコストとは高税率や高労働コストの他に、劣悪なインフラによる高い物流コスト、煩雑な税体系による高事務コスト、高金利などを指している。
- 2014年10月には大統領選挙が実施される。ルセフ大統領の再選が有力になっていくと、市場は金融市場の波乱というかたちで不信任を突きつけるかもしれない。ただ、誰が大統領になったとしても、国民に苦い薬を飲ませる役を担わなくてはならない。2015年は、ブラジルにとって試練の年になるだろう。

本　文

1.　長引く低成長、不動産価格にも陰り

2000年代のブラジルは平均3.6%、10年間で経済規模が1.42倍になる高成長を遂げたが、2011年以降は2%前後に低迷している。2014年の見通しも決して明るいとはいえない。まず海外経済については、中国経済が減速しており、ブラジルからの資源、農産物輸出の増加は望みにくい。国際金融面では米国の利上げ時期が話題に上るようになってきた。そのため、ブラジルを含め新興国からの資本流出、新興国の通貨安が今後も続くと予想され、景気減速、インフレ要因となることが懸念されている。国内では6月に開催されるサッカーワールドカップでは個人消費や観光収入の増加が見込まれる一方、干ばつによりダムの貯水量が低下しており計画停電を余儀なくされる可能性も出てきている。ブラジルは発電の8割を水力に頼っている。電力供給が滞れば、生産の下押し要因となろう。民間エコノミストの予測（平均）は、2014年1.7%、2015年2.0%となっており（3/28日現在）、しかも傾向は引き下げ方向が続いている。

図表 1. ブラジルの実質GDP成長率（%）

	2011	2012	2013	13/1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	2.7	1.0	2.3	0.0	1.8	-0.5	0.7
				1.8	3.3	2.2	1.9
民間消費	4.1	3.2	2.3	-0.1	0.3	1.0	0.7
				2.3	2.6	2.3	1.9
政府消費	1.9	3.3	1.9	-0.4	0.7	0.9	0.8
				2.4	0.8	2.3	2.0
固定資産投資	4.7	-4.0	6.3	3.9	3.6	-2.0	0.3
				3.2	9.1	7.3	5.5
輸出	4.5	0.5	2.5	-3.8	6.3	-1.2	4.1
				-5.7	6.3	3.1	5.6
輸入	9.7	0.2	8.4	5.2	0.4	-0.5	-0.1
				7.5	7.7	13.7	4.8

（資料）Datastream （注）四半期データ欄の上段は季節調整済み前期比、下段は前年比。

そして、この低い成長率さえも財政政策によって下支えされた結果である。ブラジル政府は2011年末から2013年央にかけて、減税、公共料金引き下げ、また国内産業保護策を逐次打ち出し、景気浮揚を図った。そのための支出額は3年間で1,516億レアル（約6.8兆円）にのぼり、2013年、2014年についてはGDPを1%強押し上げていると推計されている。

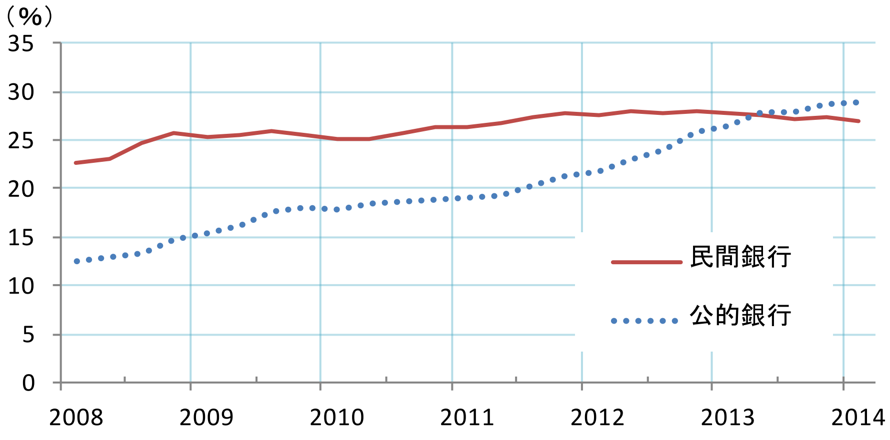
図表 2. 景気対策のための財政負担（2011 年以降）

	2012	2013	2014
財政負担（億レアル）	259	589	668
同 （GDP比、%）	0.6	1.2	1.3
うち減税策 （%）	0.4	1.0	1.1

（資料）IMFカントリーレポート、ブラジル No.13/312 2013年10月

また、政府は公的銀行を通じて、積極的に支援融資を行った。2012 年以降、民間融資の GDP 比が低下するなか、公的融資の GDP 比が急増している。今では残高が逆転、公的融資は全体の半分以上を占めるようになっている。公的融資は市場金利を下回る優遇金利で貸し出されていて、貸出先は大企業から住宅ローンまで多岐にわたっている。仮にこれらの支援策がなければ、ブラジルは景気後退に陥っていただろう。

図表 3. 銀行の融資残高（GDP 比）

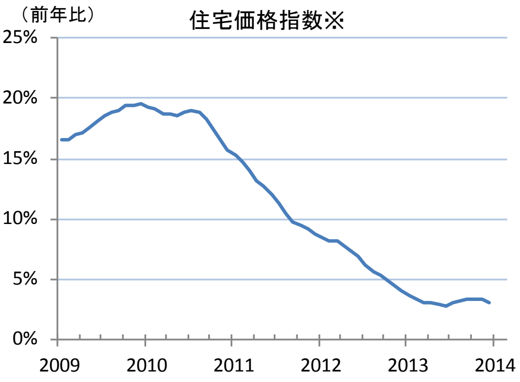


（資料）Datastream

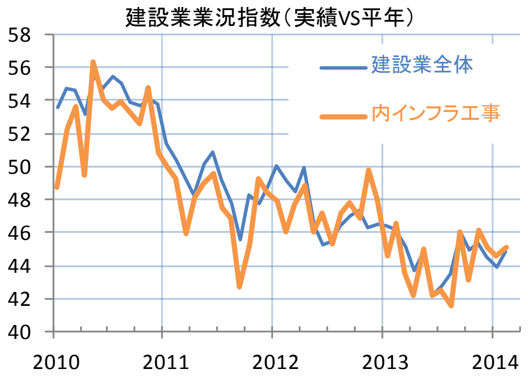
そして、新たな景気へのリスク要因として注意しておきたいのが不動産価格である。ブラジルの住宅価格（全国ベース）はまだ 10%近い上昇率であるが、インフレ分を除くと 3%台に低下している。しかし、より深刻なのは商業用不動産である。地元不動産業界の調査によると、オフィスの空室率は 2013 年に 18%（2012 年 13%）に上昇し、2005 年以降の最高を記録した。当然、賃貸料の下落が始まっており、2013 年はサンパウロで 15%、リオデジャネイロで 10%低下した。ショッピングモールも供給過剰が目立ってきているという。建設業況指数も停滞気味である。

2014 年前半は、サッカーワールドカップにより一時的な景気浮揚効果が期待できるものの、イベント後の反動と不動産価格下落が連動するリスクにこそ注意すべきだろう。

図表 4. 住宅価格、建設業況指数



（資料）Datastream　※インフレ率調整後の担保価値指数



（資料）Datastream

2.　需要喚起するも供給制約が浮上

ブラジル経済は消費のウェイトが先進国並みに高いため、即効性を求めると、景気刺激策も消費刺激に傾きがちになる。事実、2012 年以降の政策は、家庭用電化製品を対象にした消費減税、消費者ローンの金融取引税減税、後には自動車も消費減税に加えたほか、所得減税や社会保障負担の軽減、政府系金融機関の融資金利の引き下げ、などが中心であった。これらは当初は短期間の措置であったが、反動を恐れ何度も延長された。

しかし、ブラジル経済の供給余力は限られている。人為的な需要の創出は、次第に供給制約を強めることになった。その結果、インフレ率の上昇と経常収支の悪化を招くことになった。

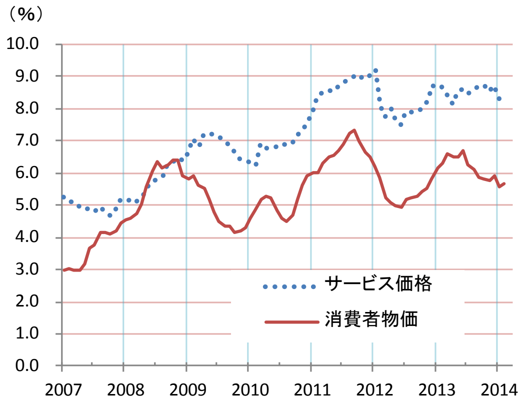
ブラジルの消費者物価上昇率は 2011 年以降 5%を上回る高い伸び率が続いており、一時は中央銀行のインフレ目標（4.5%±2%）の上限を突破していた。そのため、中央銀行金融政策委員会（COPOM）は 2013 年 4 月から利上げを続けており、政策金利（Selic）の誘導目標は 11.0%となっている。インフレ率は、2014 年に入ってやや低下してきたが、サービス価格は 8%台と高いままである。

インフレ率高止まりの背景には、設備、労働とも稼働率が高く、生産要素の需給がひっ迫していることがある。特に失業率は 4%台前半でありブラジルにとっては極めて低い水準である[1]。このようにブラジルでは、財政政策が景気刺激をする一方で金融政策は引き締めをするという、チグハグな状況となっている。こうした背景に加え、レアル

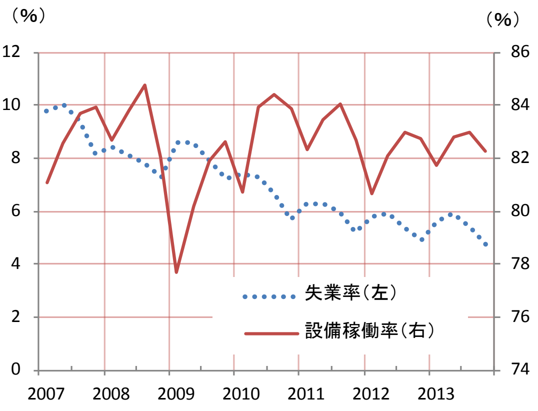
[1] この理由として IMF（国際通貨基金）は、①生産可能人口の増加率が 2011 年から低下してきたこと、②労働生産性が低いサービス部門で労働需要が強いこと、③解雇にかかる費用が高く、また熟練労働者が不足していることから、製造業で労働保蔵がみられること、④社会保障負担の軽減措置も雇用維持のインセンティブになっていること、などを挙げている。[カントリーレポート　ブラジル No.13/312（2013 年）]

安も進行していることから、インフレ期待は足元で高まってきている。ブラジル経済はスタグフレーション（景気鈍化とインフレ率上昇）色が強くなってきている。

図表 5．物価関連指標の動き

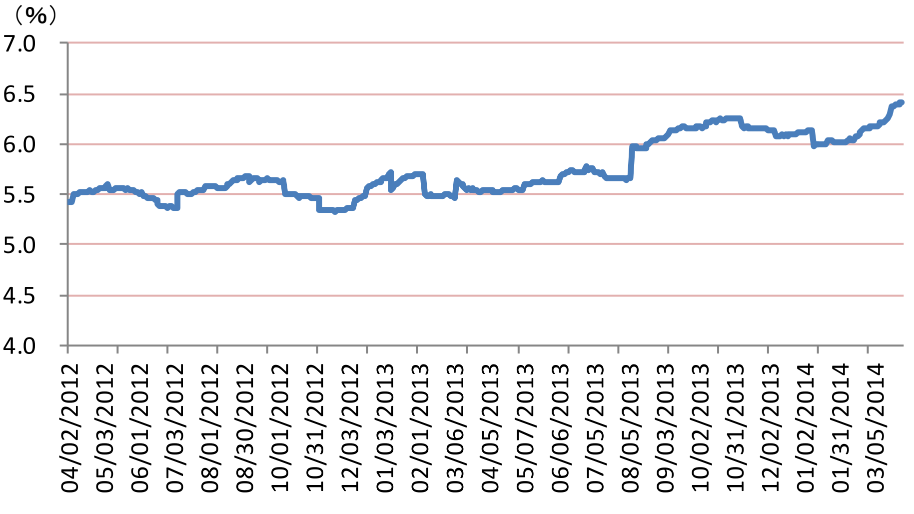


（資料）Datastream



（資料）Datastream

図表 6．インフレ期待（向こう 1 年）の動き

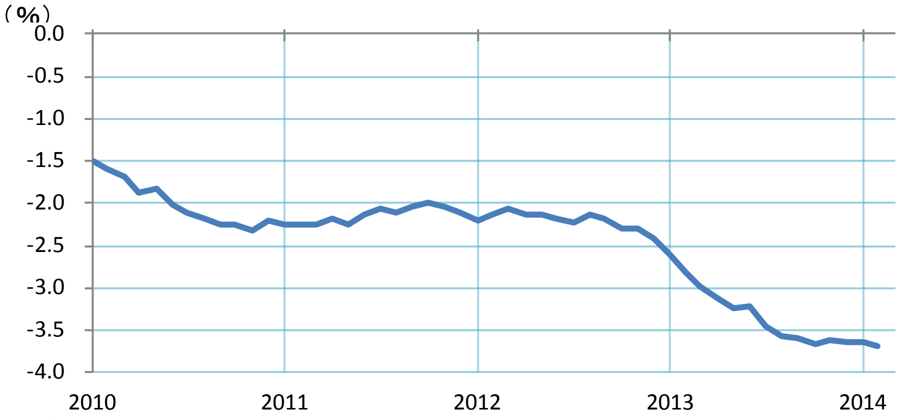


（資料）ブラジル中央銀行

そして、供給制約が強まるなかでの需要刺激は、経常赤字拡大の原因にもなっている。ブラジルの経常収支は 2012 年後半から次第に赤字が拡大し、足元（2014 年 1-3 月期）では－3.7%（GDP 比）になっている。ブラジルの経常収支は恒常的に赤字であるが、近年は年間 600 億ドル前後の直接投資流入（純流入）が続いており、直接投資だけで経常赤字を賄えていた。しかし 2013 年は、経常収支が－814 億ドルだったのに対し、直接投資流入は 580 億ドルと下回った。現在のところ、赤字はその他の資金流入（ポート

フォリオ投資や借入など）で埋めているが、こうした資金は直接投資と比べると不安定である。実際、2013 年はしばしば資金流出となる時期もあった。今後、米国の金融政策が本格的な引き締めに入ると資金の流れに大きな変化が出る可能性がある。推移を注意深く見守る必要があろう。

図表 7. 対外取引の状況



（資料）Datastream

（億ドル）

	金融勘定計	直接投資	ポートフォリオ投資	その他投資	経常収支
Q1 2012	230	204	19	8	−121
Q2 2012	222	144	5	73	−132
Q3 2012	132	145	33	−46	−89
Q4 2012	135	189	31	−85	−201
Q1 2013	309	102	75	132	−248
Q2 2013	194	271	49	−127	−185
Q3 2013	115	92	165	−143	−171
Q4 2013	117	211	−33	−62	−210
Q1 2014	214	97	62	55	−190

（資料）Datastream

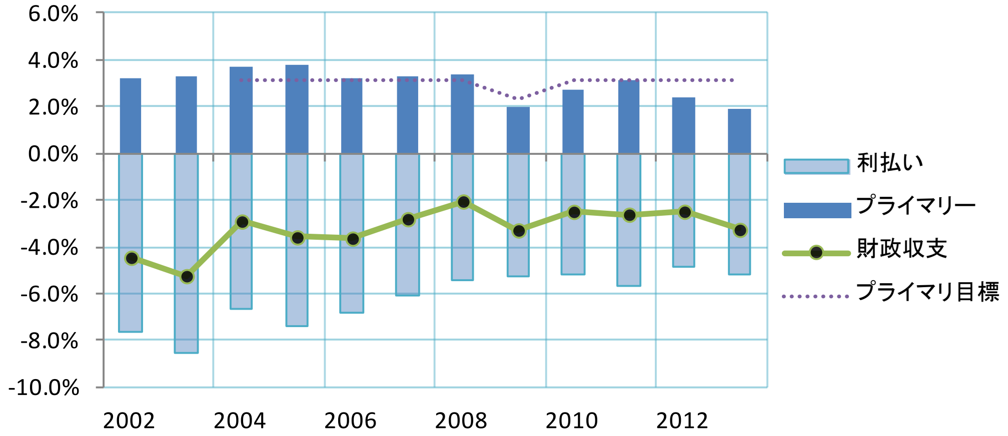
3. 財政規律への不安

ブラジル政府がハイパーインフレを克服し、信頼を回復するためには、財政規律の確立が必須だった。2002 年に左派出身のルラ大統領が登場した時には財政赤字拡大が懸念されたが、予想に反してルラ政権はプライマリーバランス[2]の黒字化と政府債務の圧縮を堅持した。資源ブームに助けられた面もあったが、自ら設定したルールに基づく運営は内外に財

[2] 国債費関連を除いた基礎的財政収支のこと。国債の利払いと償還費を除いた歳出（一般歳出）と、国債発行収入を除いた歳入（税収など）の収支を指す。

政規律定着を印象づけた。政府は 2004 年以降、プライマリーバランスの目標をGDP比 3.1%と定め、概ね目標を維持していた。しかし 2012 年からは目標とのかい離が広がっている [3]。2013 年のプライマリーバランスは結局 1.9%となったが、これは油田鉱区の入札代金など一時的な収入によってかさ上げし、様々な会計「操作」を施した結果の数字とされている。そして、政府は 2014 年のプライマリーバランス目標を 1.9%としているが、大半の民間エコノミストが下ぶれ必至とみている。

図表 8. 財政収支（GDP 比、統合政府ベース）



（資料）Datastream

これに加えてブラジルの財政が不安視される要因は、図表 3 からも明らかなように、公的銀行が事実上の財政政策を担っており、それが「隠れ借金」になっている懸念があるためである。見かけの政府債務残高の GDP 比は低下しているが（図表 9 のネット債務残高)、政府は 2009 年から支出削減のため、本来政府が負担するはずだった支出をブラジル国立経済社会開発銀行（BNDES）の貸出に付け替えている。この部分を加味したグロス債務残高は低下していない。そして、これまでのところ BNDES を含め公的銀行の不良債権比率は低いが、民間銀行の肩代わりをしたかたちになっている最近の融資が、不況の長期化によって、不良債権化する可能性がある。

こうした状況を踏まえ、2014 年 3 月、格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は、外貨建ブラジル国債の格付けを「BBB」から投資適格級で最も低い「BBB－」に 1 段階引き下げた [4]。格付け見直しは既に告知されていたため、今回の格下げに伴う金融市場の

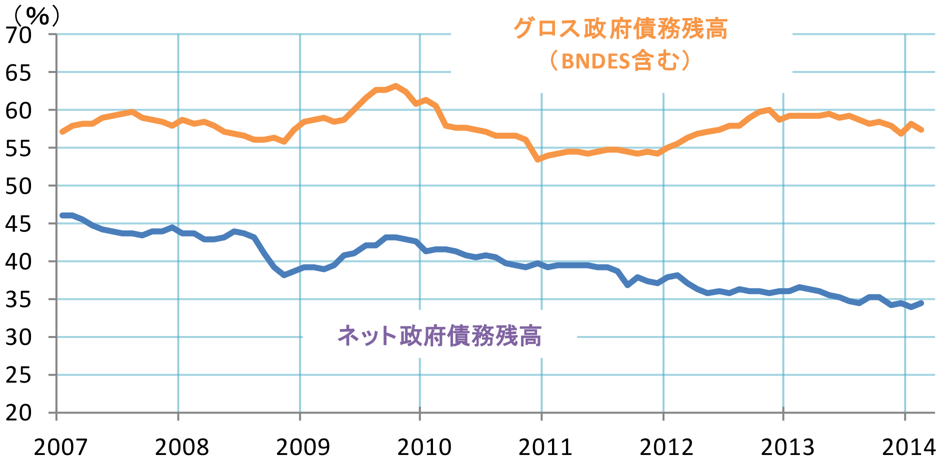
---

[3] グローバル金融危機直後の 2009 年は 2.3%としていた。2013 年は当初 3.1%だったが、年度途中に 2.3%に引き下げていた。

[4] S&P はその理由として「財政の悪化や、向こう数年にわたり抑制された成長のなかで財政執行が引き続き低迷するとの見通し」を挙げている。

混乱はなかったが、他の格付け会社が追随して格下げすると、影響が広がる可能性がある。

図表 9. 政府債務残高（GDP 比）

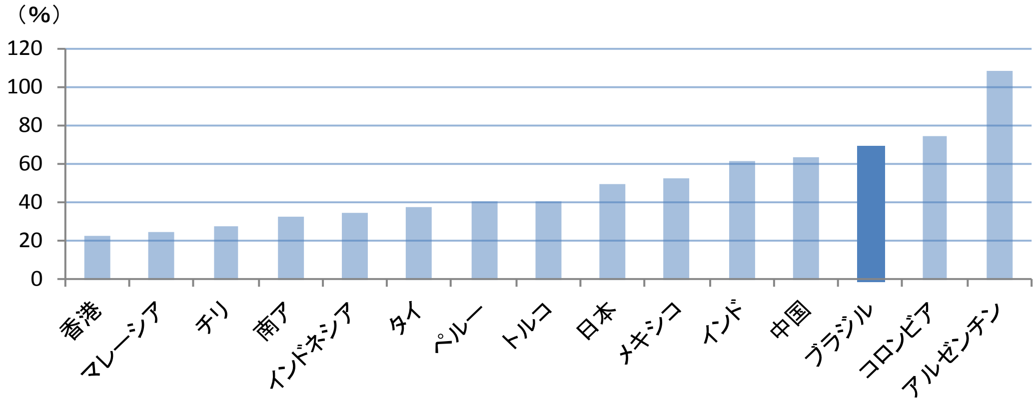


（資料）Datastream

4. 曲がり角に立つブラジル経済～求められる政策転換

ブラジル経済は曲がり角に立っている。需要刺激による景気の延命は、供給制約と財政負担の大きさから限界に近づいている。財政の制約を緩和するには増税も考えられるが、現実には難しいだろう。ブラジルの税負担は 35.9%（GDP 比、2012 年）であり、ラテンアメリカ諸国平均（ブラジル除く）を 16.7 ポイントも上回る重税国である。税金は既に企業経営にとっても大きな負担となっている。収益に対する税負担率は 69%と高い。

図表 10. 企業収益に対する税負担



（資料）OECD *http://dx.doi.org/10.1787/888932924400*

従来の政策の延長線上には、市場メカニズムによる「強制終了」が待っているだろう。インフレの高進、資金流出、格下げなどがきっかけになり、通貨急落、景気後退による

調整に入るシナリオである。それを回避するには、消費刺激から投資促進への政策転換が必要になる。具体的には、まず消費を刺激している減税を縮小することが必要だろう。同時に、社会保障負担を膨張させる最低賃金スライドを再考すべきだろう。最低賃金の引き上げルール自体も見直しが望ましい。現在は過去 2 年間の名目 GDP 伸び率にスライドすることになっているが、インフレ率へのスライドに留めるべきだろう。

そして、政府支出の構成を見直し公共投資を増加させ、経済のボトルネックを解消していく必要がある。国債費を除いた連邦政府の歳出はGDP比 19.02%（2013 年）だが、そのうち投資に費やされているのは 1.02%に過ぎない[5]。政府は 2013 年からインフラ事業への民間参入を一部解禁したが、図表 4 にあるように、これまでのところ業況感に目立った動きはない。

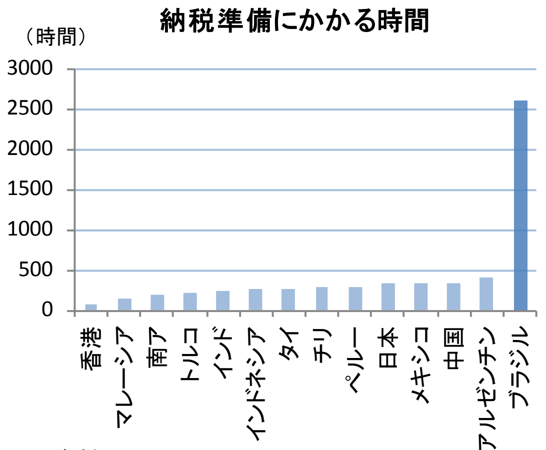
求められる施策は、要するに「ブラジルコスト」の削減である。ブラジルコストとは高税率や高労働コストの他に、劣悪なインフラによる高い物流コスト、煩雑な税体系による高事務コスト、高金利などを指す。その一端をデータで紹介する。

ブラジルは州ごとに税率が違い、しかも様々な税控除が存在するなど、税制が複雑化している。そのため、企業が税処理に費やす時間は年間 2,500 時間と突出して長い。またインフラの未整備も「有名」だが、物流インフラの整備状況（面積当たり距離）や品質は、ライバル新興国に後れを取っている。

ブラジルコストを解消し、ブラジル経済の競争力を高めることが必要なのだが、現ルセフ政権下で、ブラジルコスト対策が進んだとは言い難い。むしろ供給側の政策を先送りし需要刺激策で景気を延命した結果、スタグフレーションに陥り、唯一の成果と思われた金利引き下げも長続きせず、2 桁の政策金利に戻ってしまった。

[5] FGV IBRE「Adjusting Brazil’s fiscal policy: Necessary, but tough」The Brazilian Economy , Vol.6 No.3 March 2014

図表 11. ブラジルコストの例



（資料）*http://dx.doi.org/10.1787/888932924419*

インフラの比較

	ブラジル	ライバル新興国
道路整備状況	1.00	1.71
鉄道整備状況	1.00	3.67
道路品質	1.00	1.52
鉄道品質	1.00	2.06
港湾品質	1.00	1.62

（注）ブラジルを1とした場合の指数
ライバル新興国は、アルゼンチン、チリ、中国、メキシコ。
原資料は、世銀、世界経済フォーラム等の評価。
(資料)http://dx.doi.org.10.1787/888932924381

こうしたなか、2014 年 10 月には大統領選挙が実施される。ルセフ大統領の支持率は決して高くないが[6]、有力な対抗馬が見当たらず、今のところ最も当選に近いようだ。しかし、大統領への支持率が下がると株価が上昇することから、金融市場参加者は政権交代を望んでいるようにみえる。

選挙が近づくに連れ、ルセフ大統領の再選が有力になっていくと、市場は金融市場の波乱というかたちで不信任を突きつけるかもしれない。逆に、政権交代の可能性が高まると、市場はまずは期待感に包まれるだろう。しかし、誰が大統領になったとしても、その後の政策は国民にとって苦い政策にならざるをえない。次期政権が始動する 2015 年はいずれにせよ、ブラジルにとって試練の年になる可能性が高いだろう。

＜参考文献＞

FGV　IBRE、The Brazilian Economy, 2014 年 2 月
FT　Blog,　Beyondbrics 記事
IMF　Country　Report　BRAZIL,　No.13/312、　2013 年 10 月
OECD　Economic　Surveys　BRAZIL、2013 年 10 月
CIPPS、ブラジルミッションレポート、2010 年
伯ニッケイ新聞 HP
在ブラジル日本大使館 HP
JETRO　HP

[6] 2014 年 3 月の調査によると支持率は 36%であった。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422
〒103-0021　東京都中央区日本橋本石町 1-3-2
電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: http://www.iima.or.jp