

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

## 長く深くなるブラジルの不況 ～金融市場の波乱材料になる懸念も～

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](mailto:morikawa@iima.or.jp)

### 要 旨

- ブラジルの不況が長期化、深刻化している。「新興国の雄」として数えられたブラジルだが 2011 年から成長率は鈍化し、直近 4 年間の平均成長率は 1.6%に低下した模様だ。
- 不況の原因は、世界経済の鈍化による輸出の減退である。隣国アルゼンチンの不況の影響も大きい。レアル安も手伝い、交易条件の悪化による損失の発生が所得減、消費や設備投資の低迷を呼び、全面的な景気悪化となっている。
- 2015 年の見通しも厳しい。干ばつによる停電の恐れ（ブラジルは水力発電が中心）、国営石油会社ペトロブラス社の投資削減が実質成長率を押し下げる見通しだ。民間エコノミストのコンセンサス予想は既に-0.6%となっており、関心は景気後退の有無ではなく、深さに移っている。
- 財政は 2011 年以降景気対策を「逐次投入」してきた結果、基礎的収支が 2002 年以来初めて赤字に転落（GDP 比-0.6%）するなど大きく悪化している。国債の格下げ懸念もあり、政府は財政再建に乗り出しているが連立与党内にも緊縮路線には反対も多く、足並みがそろっていない。
- もっとも緊縮財政は、前進しても停滞しても、景気への不安材料になる。2015 年の黒字目標を実現するには GDP 比 1.8%分の緊縮策が必要だが、これは日本に当てはめ

ると約 8.8 兆円の緊縮に相当する。緊縮財政の前途は多難といえよう。逆にこれが実現すれば、少なくとも短期的には経済成長への大きなブレーキとなる。

- 残念ながら「政府の緊縮方針は景気悪化による世論の反発、連立与党の離反などによって頓挫し財政赤字削減が不徹底なまま、回復のきっかけもつかめない」という状況に陥る可能性を否定できない。緊縮の頓挫と不況の長期化は、ブラジルの外債格下げの可能性を高める。

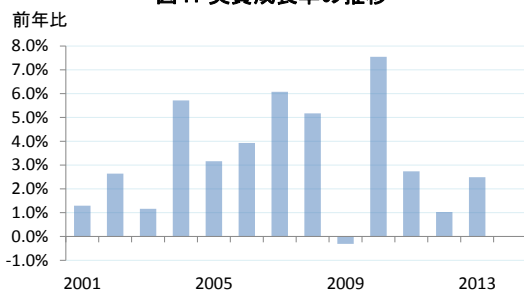
## 本文

### 1. 2014 年はマイナス成長

ブラジルの不況が長期化、深刻化している。「新興国の雄」として数えられたブラジルは 21 世紀の最初の 10 年を年平均 3.6% の経済成長を遂げ、経済規模は 10 年間で 1.43 倍となった。だが 2011 年から成長率は鈍化し、直近 4 年間の平均成長率は 1.6% に低下した模様だ<sup>1</sup>。

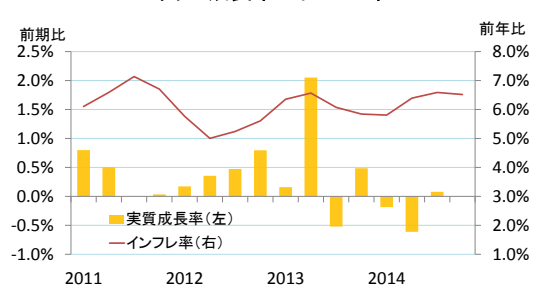
更に詳細にみると、2011 年はインフレ率の上昇をみてブラジル銀行は金融引き締めに入り後半景気は鈍化。2012 年はインフレ率低下を確認した後、利下げを実施する。2013 年にかけて景気は一時回復したものの、2014 年は再び景気が悪化。サッカー W 杯開催の効果も乏しく、ブラジルは 2014 年の大半をマイナス成長で終わった。

図1. 実質成長率の推移



(資料) Thomson Reuters Datastream

図2. 成長率とインフレ率



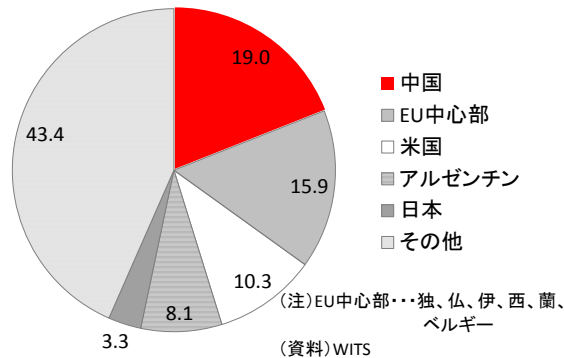
(注) 季節調整済み (資料) Thomson Reuters Datastream

不況が長期化している主たる原因は、世界経済の鈍化、それに伴う資源需要の減退と資源価格の低下である。

ブラジルの輸出品は鉄鉱石など鉱物資源 (14.8%、2013 年) と農産物 (製品含む、35.1%) が主で、全輸出のほぼ半分に達する (49.9%)。国別では中国を筆頭に、EU 中心部、米国、アルゼンチン、日本と続き、ここまでで全体の 56.6% を占める (図 3)。これら主要輸出市場の成長率は軒並み鈍化している。ブラジルの輸出比率でウェイト付けすると、2010 年の 6.1% から 2014 年は 2.9% と半分以下に低下している。

<sup>1</sup> 2014 年成長率をゼロとして計算。

図3. ブラジルの輸出先(%、2013年)



需要減退は資源の価格低下も招いた。図4はブラジルの主力輸出品である鉄鉱石とサトウキビ（エタノール燃料の材料となる）の価格推移である。どちらもピークは2011年で、鉄鉱石はピーク比62%、サトウキビは同55%下落している。

更にアルゼンチンの景気後退もブラジルにとって打撃になっている。ブラジルの工業製品の競争力は弱く、主な輸出先はメルコスール<sup>2</sup>加盟国であるアルゼンチンとベネズエラであるが、両国とも経済政策の失敗で深刻な不況に陥っている。そのため工業品の輸出も減少が始まった。ブラジルの輸出は、一次産品でも工業製品でも減少が始まっている。

図4. ブラジルの主力輸出商品価格

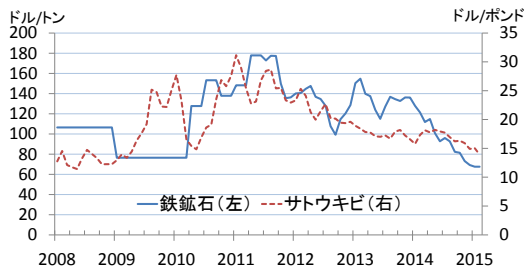


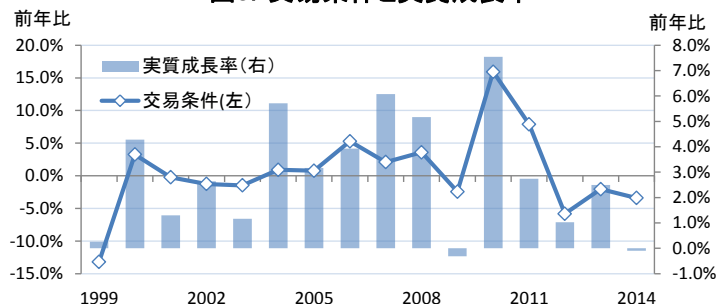
図5. ブラジルの品目別輸出



そして追い討ちをかけるように為替安も発生、交易条件の悪化による損失の発生が所得減、消費や設備投資の低迷を呼び、全面的な景気悪化となっている（図6）。

<sup>2</sup> 南米南部共同市場。アルゼンチン、ボリビア、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイ、ベネズエラが加盟。但しボリビアは各国の批准待ち、パラグアイは参加を停止中。

図6. 交易条件と実質成長率



(注)2014年の実質成長率は見込み。

(資料) Thomson Reuters Datastream

## 2. 2015 年も通年でマイナス成長となる可能性大

2015 年も情勢は厳しい。企業の景気信頼感が大きく悪化しており（図 7）、設備投資に慎重な姿勢を崩さないだろう。設備投資にはペトロbras社の影響も考慮する必要がある。同社はブラジルを代表する国有石油会社である。原油価格低下による売上減少により、同社は既に 2015 年の設備投資を 3 割削減する方針を発表している。更に、同社を舞台にした汚職事件<sup>3</sup>の捜査が続いており、捜査終了までは同社は身動きできない状況に陥っている。既に造船など関連業界への発注が止まるなどの影響も出ており、少なからず GDP の押し下げ要因となるだろう。

そして 80 年ぶりといわれる干ばつも経済活動の停滞を招く可能性が高い。水不足は農作物への被害をもたらすだけでなく、電力不足をもたらす可能性がある。ブラジルは電力供給の 4 分の 3 を水力発電に頼っているからだ。計画的な断水、停電が現実味を帯びており、これも成長率を押し下げる。

民間エコノミストらの 2015 年成長率予測の平均（ブラジル銀行集計）は、2 月末時点で -0.58% に低下してきている（図 9）。最早マイナス成長はコンセンサスとなっており、関心はどの程度のマイナスになるかに移っている。上記の悪材料を考慮すると -1% 以下を想定しておくべきだろう。

<sup>3</sup> 2014 年 3 月に発覚。同社は過去 10 年にわたり建設会社や電気工事会社に水増しした契約を交わし、100 億レアル（約 4,000 億円）ともいわれる裏金を作り、政界への闇献金に使われたとされる疑惑。与党の幹部を含む 50 人が捜査対象になっている。

図7. 景気信頼感指数

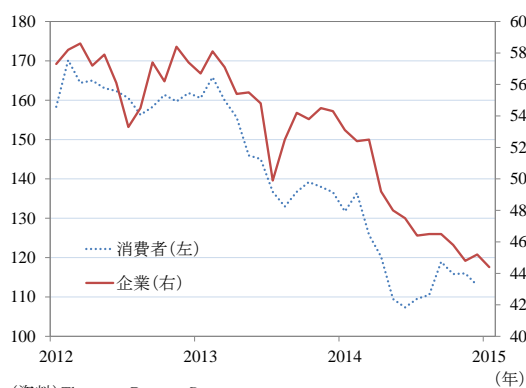


図8. 政府の財政収支

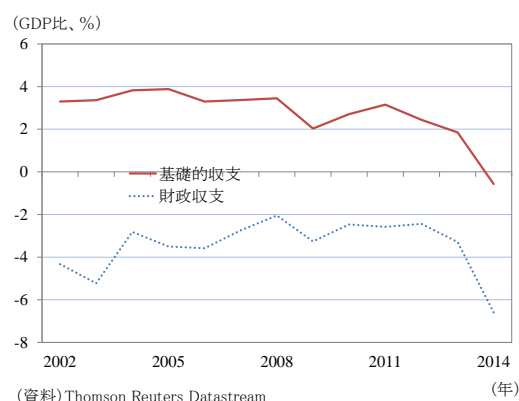
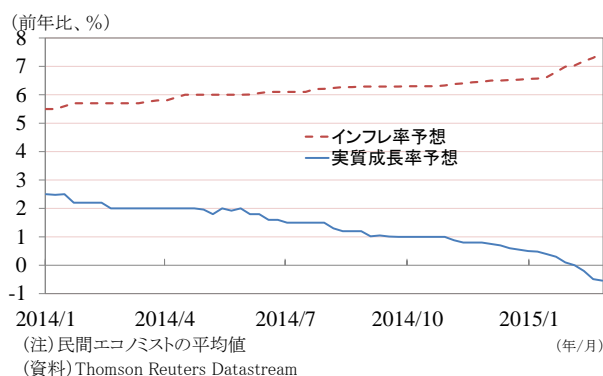


図9. 民間エコノミストのコンセンサス予想



### 3. 財政再建という不確定要因

本来なら景気悪化に対しては財政金融政策が発動されるべきであるが、ブラジルの情勢はそれを許さない。まず、財政は 2011 年以降景気対策を「逐次投入」してきた結果、基礎的収支が 2002 年以来初めて赤字に転落 (GDP 比 -0.6%、図 8) するなど大きく悪化している。ブラジルの外貨建て国債の格付けは、投資適格の最低ランク、あるいは下から 2 番目のランクに設定されており、更に赤字が拡大すると投資適格外に格下げとなるリスクがある<sup>4</sup>。次にインフレ率が上昇しており (図 2)、ブラジル銀行は利上げを余儀なくされている (3/4 現在、12.75%)。

だが、財政再建は暗礁に乗り上げる可能性がある。不況とこれまで発表した財政再建策、汚職疑惑などが災いし、ルセフ政権の支持率は 23% に低下、逆に不支持率は約 2 倍の 44% に達している (2015 年 1 月)。

<sup>4</sup> スタンダード&プアーズは最低ランク、ムーディーズとフィッチが下から 2 番目にレーティングしている。

連立与党内にも緊縮路線には反対も多く、足並みがそろっていない。3月4日、上院は雇用税の控除縮小（実質的な引き上げ）を求める大統領令を拒否し、政権にとって大きな痛手となった。上院は、大統領令ではなく法案として提出するよう求めている。政権は1月から補助金のカットや公共料金の引き上げなど緊縮策を実施してきたが、雇用税の引き上げと年金支給額の削減は緊縮策の「目玉」である。両政策は、2015年の基礎的収支をGDP1.2%の黒字とする目標に不可欠であるが、議会の抵抗は緊縮策の実現に暗影を投じている。

もっとも緊縮財政は、前進しても停滞しても、景気への不安材料になる。2015年の黒字目標を実現するにはGDP比1.8%分の財政引き締めが必要だが、これは日本に当てはめると約8.8兆円の緊縮に相当する<sup>5</sup>。実質成長率がマイナスの中、8.8兆円もの緊縮を実施することは政治的に非常に困難といわざるを得ない。財政引き締め策の前途は多難といえよう。

逆にこれが実現すれば、少なくとも短期的には経済成長への大きなブレーキとなる。なぜなら保険や医療などは法律により支出が義務付けられている義務的経費が多く、削減対象となる裁量的支出は投資に集中するからである。公共投資の削減は、乗数効果を伴い大きな需要減効果を伴うだけでなく、元々貧弱なインフラの劣化を招き、ブラジル産業の競争力を一層低下させるだろう。

#### 4. 緊縮方針はいずれ行き詰まる可能性も。格下げリスク増大か

こうした厳しい環境を考えると、残念ながら「政府の緊縮方針は景気悪化による世論の反発、連立与党の離反などによって頓挫し財政赤字削減が不徹底なまま、回復のきっかけもつかめない」というシナリオを否定できない。やがてリアル安が価格競争力の回復をもたらすにしても、それは2016年後半以降のことになるだろう。

緊縮の頓挫と不況の長期化は、ブラジルの外債格下げの可能性を高める。特に注意が必要なのがペトロbras社の経営問題である。大手格付け会社の一角であるムーディーズは2月25日、ペトロbras社の格付けを投資適格外である「Ba2」に引き下げ、しかも「ネガティブ」見通しとした。スタンダード&プアーズやフィッチも追随する可能性がある。

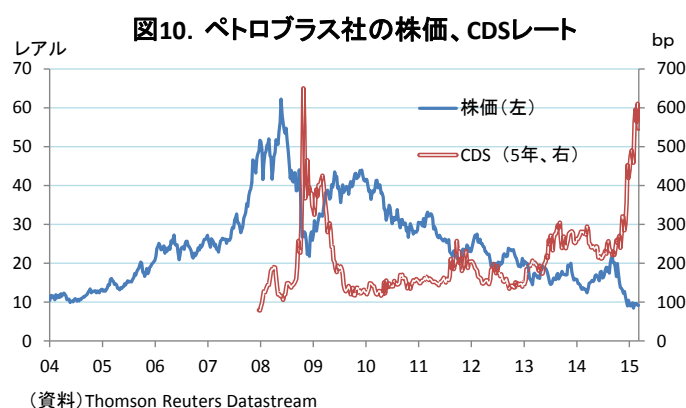
格下げの主な理由は、汚職事件の捜査が続いていることから、同社が決算を確定できないことにある。ペトロbras社に対しては、過去に水増しされた工事分が資産として

---

<sup>5</sup> 2015年名目GDP488.22兆円の1.8%相当は8.8兆円になる。

計上されており、資産査定の際にはその分を償却する必要があるが、この金額が確定できない。そのため監査法人はまだ2014年7-9月期決算を承認しておらず、宙に浮いた状態が続いている。6月末までに本決算を確認できない場合、債券発行契約違反とされ繰り上げ返済を求められる恐れがある。同社のドル建て債券の残高は約420億ドル（約5兆円）と巨額である。逆に厳しい資産査定を実施し多額の償却を強いられた場合は、損益が大幅に悪化することが予想される。

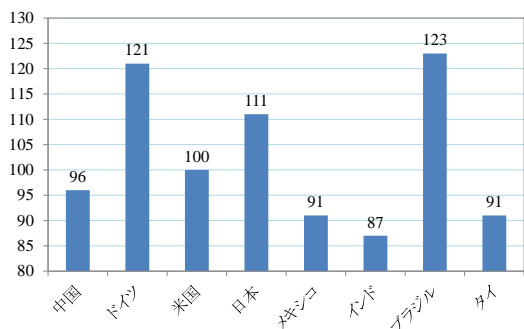
いずれの場合もペトロbras社の経営にとっては大きな打撃となり、資本注入などの政府支援が必要になる可能性がある。そうすると、格下げの可能性はブラジル国債にも及ぶことになりかねない。ペトロbras社を舞台とした汚職疑惑は、マクロ経済を揺るがす問題に発展しかねないことに注意が必要であろう。



## 5. ラテンアメリカ社会での地位低下と求められる成長モデルの転換

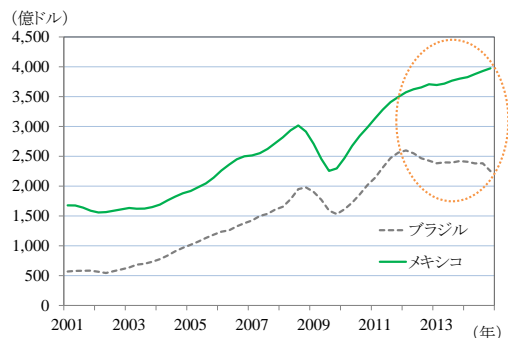
ブラジルの不況長期化はラテンアメリカ社会の中での地位低下も招いている。ブラジルは複雑な税制と高い税率、労働市場の硬直性、強い官僚制と政府介入などが生産コストを高め、製造業の競争力低下を招いている。主要国の生産コストを比較すると、ブラジルは米国より23%割高で、ドイツよりも高い。ラ米内のライバルであるメキシコと比べると、35%も割高になっている。その結果は、輸出金額の差となって表れている。

図11. 主要輸出国の生産コスト比較



(注) 米国の生産コストを100とした指数(2014年)  
 (資料) ポストコンサルティンググループ

図12. メキシコとブラジル、輸出額の比較



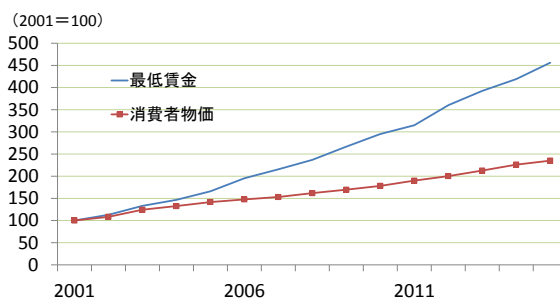
(注) 4四半期の累計額。  
 (資料) Thomson Reuters Datastream

また、自動車の生産台数でもブラジルはメキシコの後塵を拝することになった。2014年の生産台数はブラジル 314 万台（前年比 15.3%減）に対し、メキシコは 330 万台（同 10.2%増）であり、ブラジルはメキシコにラ米一の自動車生産国の地位を譲ったのである。

2002 年の労働者党（PT）政権発足以来、政府は最低賃金を積極的に引き上げてきた。それは貧困層の削減、新中間層の増加を生み、ブラジルを消費大国に押し上げてきた。ブラジルの GDP に占める消費の比率は、先進国並みに高い。しかし、供給サイドの硬直性を残したまま実現された消費拡大は、インフレ率の上昇、コストアップを招き、世界経済が鈍化した後は財政の悪化をもたらすことになった。経常収支も徐々に悪化し、足元で赤字は GDP 比 4% 台になってきている。

従来の成長パターンは持続不可能になっている。ブラジルは成長モデル自体の見直しを迫られているのである。

図13. 最低賃金と消費者物価



(注) 2015年は1月実績  
 (資料) Thomson Reuters Datastream



表1. ブラジルの経常収支

	2012年				2013年				2014年			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
経常収支(GDP比、%)	▲ 2.1	▲ 2.2	▲ 2.2	▲ 2.4	▲ 3.0	▲ 3.2	▲ 3.6	▲ 3.6	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 4.2
経常収支(億ドル)	▲ 120.6	▲ 131.9	▲ 89.0	▲ 201.0	▲ 247.0	▲ 184.8	▲ 171.0	▲ 208.3	▲ 252.6	▲ 183.8	▲ 194.7	▲ 278.4
財の貿易収支(同)	24.2	46.4	86.4	37.0	▲ 51.5	20.8	13.1	41.6	▲ 60.7	35.8	18.0	▲ 32.3
サービス・所得収支(同)	▲ 151.7	▲ 185.8	▲ 182.1	▲ 245.3	▲ 204.4	▲ 212.0	▲ 190.9	▲ 261.3	▲ 196.5	▲ 222.9	▲ 217.4	▲ 252.6
資本勘定(同)	3.8	5.5	▲ 32.2	4.1	2.8	3.8	2.7	2.6	1.9	1.4	0.8	1.7
金融勘定(同)	230.5	221.6	132.3	134.5	308.6	193.2	113.5	115.2	284.0	238.6	278.9	188.2
直接投資(同)	203.5	143.8	144.8	188.8	101.5	270.5	92.1	210.8	150.6	116.0	200.5	193.2
ポートフォリオ投資(同)	18.9	4.7	33.4	30.7	75.1	49.0	165.5	▲ 32.7	111.2	153.8	75.1	▲ 40.0
デリバティブ(同)	▲ 0.0	▲ 0.2	0.3	0.1	0.5	0.7	▲ 0.2	0.1	3.6	▲ 0.6	▲ 5.0	▲ 13.7
その他投資(同)	8.1	73.3	▲ 46.2	▲ 85.1	131.6	▲ 127.1	▲ 143.9	▲ 63.0	18.6	▲ 30.6	8.4	48.8

(資料) Thomson Reuters Datastream

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さ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 2015 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](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>