

# Newsletter



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

## 五輪後のブラジル経済の展望

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 約)

- ▶ ブラジルの失業率とインフレ率を加えた悲惨指数は、直近のデータでは 18.0 になっており、2005 年 1-3 月期以来の高さである。2015 年の実質成長率は前年比 -3.8% に終わり、2014 年の 0.1% とあわせ、不況は既に 3 年目に入っており、2016 年も 15 年並みのマイナス成長になる見通しである。
- ▶ もっとも短期的には多少明るい兆しもみられる。企業の在庫判断をみると、在庫調整の結果、過剰判断の比率は下がりつつある。また対外不均衡の是正も進んできている。2016 年後半は、減産ピッチが下がり、一部産業では増産が始まることも期待できる。
- ▶ ただし上記の短期的な回復の背後で、中期的な下押し圧力が働いている。第一は不動産価格の下落である。不動産価格が低下している間は短期的な調整（在庫）が一巡しても、景気回復の勢いがつかない。
- ▶ ブラジル経済の回復を妨げるもう一つの要因は政治の混乱である。プライマリーバランスは 2015 年から赤字に転落しており、2016 年は更に赤字が拡大、GDP 比 3%

弱になる見通しである。金利が成長率を上回る状況でもあり、この状況が長期化するとやがて財政破たんが懸念される。

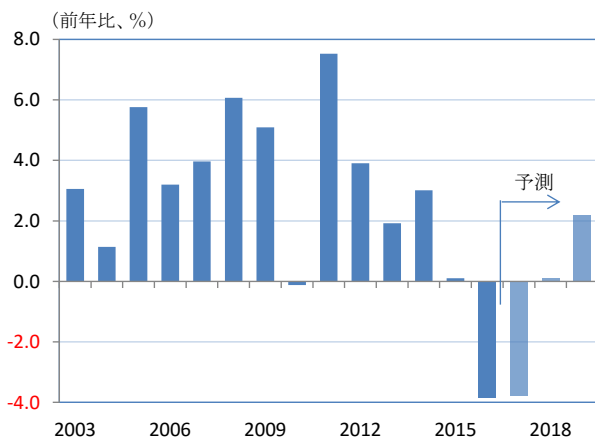
- テメル暫定政権の財政健全化への意欲は強いと感じられるが、実現はやはり難しいと考えざるを得ない。根本的な問題は、小党乱立にある。下院第一党である民主運動党（PMDB）ですら議席占有率は13%でしかない。過半数以上を得るには多くの小党に頼らざるを得ず、「痛み」を伴う法案を通すのは極めて難しい。
- テメル暫定政権への支持率も10%台に低迷しているうえ、発足後1カ月強の間に汚職疑惑で閣僚が3人辞任するなど求心力は弱い。暫定政権にリーダーシップを期待するのは無理筋というものであろう。
- 現状の国会勢力図を前提とする限り、誰が大統領になっても改革を期待することは難しい。ブラジルの変革には政党勢力図の変化が不可欠で、そのためには複数回の国政選挙が必要になるのではないか。ブラジルには解散総選挙がなく国政選挙は4年毎が原則である。構造改革には長い年月が必要になると思われる。
- 中期的にブラジルは低成長期に入ったと思われる。デフレ策となる赤字削減は進められず、GDP比数%のプライマリーバランスの赤字が続くだろう。
- ただ、潤沢な外貨準備があることに加え、海外からの直接投資の流入が続いているため、国際収支危機を起こす可能性は小さいことは朗報だろう。

## 1. 2016年は2年連続のマイナス成長となるも、後半は底打ちへ

2015年の実質成長率は前年比-3.8%となった。需要別の動きをみると、固定資本形成は2013年4-6月期にピークをつけた後、10四半期（2年半）連続の減少となっており、ピークからの累積の減少率は25.4%になっている。消費も2015年に入り4期連続の減少となっている。習慣性が高い消費のマイナスは異例である。そして内需全体の動きをよく反映しているのが輸入である。輸入も10四半期連続のマイナスとなっており、累積で-24.5%となっている。失業率とインフレ率を加えたものが悲惨指数である（図3）。直近のデータを足すと指数は18.0になる。これは2005年1-3月期以来の高さである。2016年も2015年同様のマイナス成長となる見通しである。

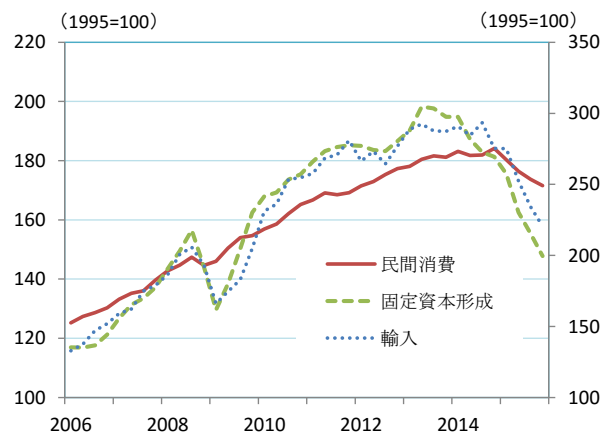
もっとも短期的には多少明るい兆しもみられる。企業の在庫判断をみると、在庫調整の結果、過剰判断の比率は下がりつつある。

図 1.実質成長率



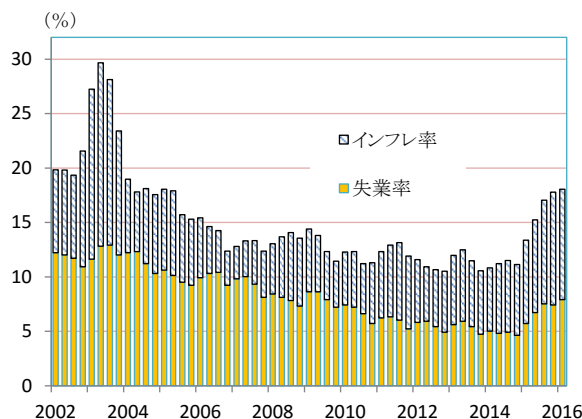
(資料) Thomson Reuters

図 2.主要需要項目



(資料) Thomson Reuters

図 3.悲惨指数 (Misery index)



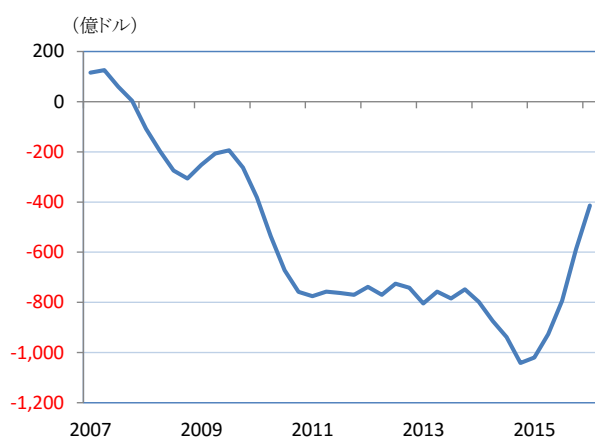
(注) 悲惨指数は、消費者物価上昇率に失業率を加えた指標。  
(資料) トムソンロイター

今回の在庫調整を過去（2009年）と比較すると、積み上がり期間が長期化していたことが分かる。しかし、今回も「過剰－不足」が20ポイント付近に並んだところで一応のピークを迎え、2015年後半から徐々に過剰感が解消し始めている。過去と比較するとまだ水準は高いものの、ピークからは半減してきており、在庫調整の最悪期は通過した可能性が高い。今後は減産の程度が緩和していくと思われる。

対外不均衡の是正が進んできたことも朗報である。ブラジルの4月の経常収支は+4億ドルの黒字となった。単月ながら黒字となるのは2009年4月以来7年ぶりである。1-4月累計では-72億ドルの赤字であるが、これは昨年（2015年）1-4月期の-319億ドルの赤字と比較すると実に77%減である。年ベースでも減少傾向は明らかである（図4）。

以下1-4月期で比較する（表1）。輸出は昨年の576億ドルから19億ドル減少し557億ドルであった。まだ減少が続いている。一方、輸入は昨年の631億ドルから432億ドルへと199億ドルも減った。率にすると31%の減少である。内需の低迷、リアル下落による国産品へのシフトが対外不均衡の是正を強く促していると言える。この結果、貿易収支は昨年の-55億ドルから+124億ドルへと符号が逆転した。サービス収支は昨年の-136億ドルの3ケタの赤字から-87億ドルに縮小した。旅行収支の赤字縮小が大きい（-48億ドル→-17億ドル）。不況のせいで、所得の流出（海外への利益や配当の送金）も増加しなかったため、所得収支も-128億ドルから-108億ドルへ小幅ながら赤字が縮小している。ただし、現在起こっていることは景気悪化による縮小均衡であり、ブラジルの将来にとって必ずしもよいことではないことに注意する必要がある。

図 4.経常収支（4 四半期累積）



(資料) Thomson Reuters

表 1.対外収支

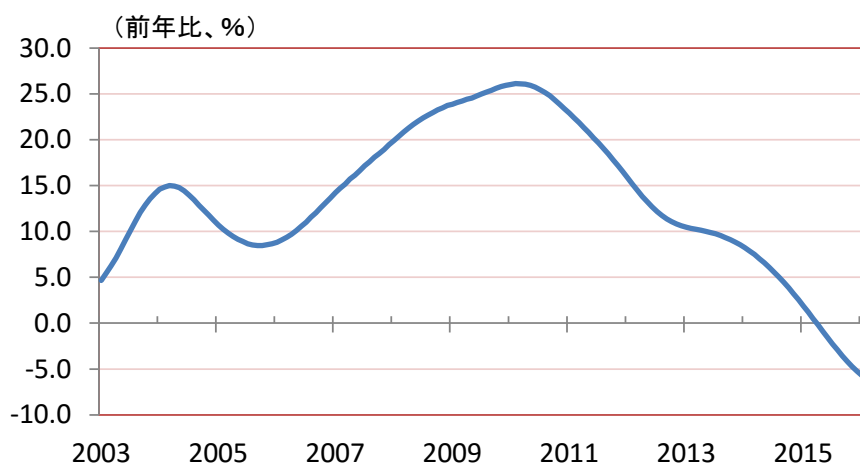
(億ドル)	2016年 1-4月	2015年 1-4月	2015年 通年
経常収支	-72	-319	-589
貿易収支	124	-55	177
輸出	557	576	1901
輸入	432	631	1724
サービス収支	-87	-136	-369
所得収支	-108	-128	-397
資本・金融勘定	-51	-320	-543
金融勘定	-45	-354	-563
直接投資	-211	-100	-616
資産	27	89	135
負債	238	189	751
ポートフォリオ投資	41	-251	-220
資産	-9	-8	-35
負債	-50	243	185
デリバ取引	-3	9	34
その他	128	-12	239
資本勘定	1	1	4
外貨準備	-6	32	16
誤差脱漏	19	12	37

(資料) ブラジル銀行

## 2. 回復力は弱く、低成長期が続く（メインシナリオ）

ただし上記の短期的な回復の背後で、中期的な下押し圧力が働いている。第一は不動産価格の下落である。ブラジルの住宅価格は、前年比-6.1%（2016年2月）に低下している。不動産価格が低下している間は短期的な調整（在庫）が一巡しても、景気回復の勢いがつかない。

図 5.住宅価格



（資料）トムソンロイター

ブラジル経済の回復を妨げるもう一つの要因は政治の混乱である。ルセフ大統領は財政赤字を隠し大統領選挙を有利に戦ったことを責められ、上下両院で弾劾審査の継続を可決された。そのため5月12日から最大180日間の職務停止処分を受けている。憲法の規定により、テメル副大統領が大統領職を代行している。テメル暫定大統領は閣僚ポストを減らし、財政保守派のエンリケ・メイレス元ブラジル銀行総裁を財務大臣に起用した。メイレス財務相は歳出の膨張を抑えるために憲法改正を国会に提案している。ブラジルでは連邦政府の支出の85%が憲法か、それに準じる法規によって規定されているからである。主な内容は、①予算作成時の支出伸び率の上限を設定②プレソルト油田開発へのペトロブラスの参加義務撤廃③社会福祉政策の見直し④年金基金や国営企業の役員選定基準の明確化—となっている。

ここまでの動きは想定以上のスピードであり、テメル暫定政権の財政健全化への意欲が感じられる。だが実現はやはり難しいと考えざるを得ない。憲法変更には上下両院で5分の3以上の賛同が必要（上院54票以上、下院309票以上）だが、テメル大統領代行の出身政党である民主運動党（PMDB）は下院で最大議席数を誇るとはいえ、513議席中67議席しか持たない。

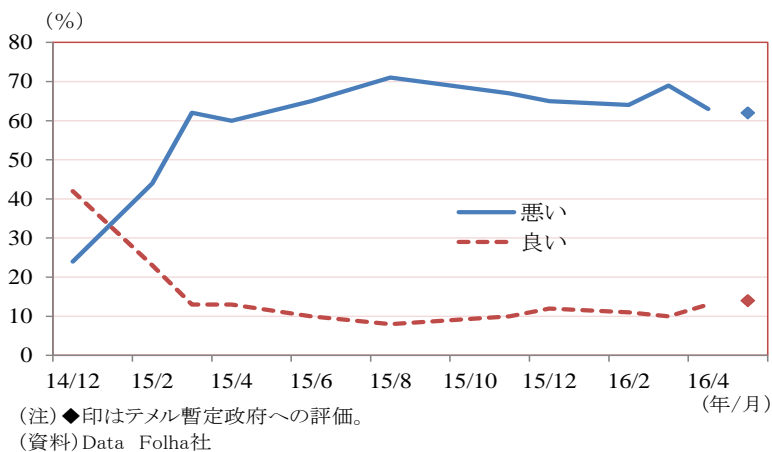
そのため過半数(257議席)を得るためには連立に参加している民主社会党(PSDB)、進歩党(PP)、共和党(PR)、社会民主党(PSD)、民主党(DEM)からの支持が必要だが、無条件に賛成しているのは少数で、修正を求めている条件付き賛成が大半である。

例えば①について態度を表明している議員の分布は、上院では賛成14人、反対10人、条件付き賛成が34人、下院では107人、58人、161人となっている(5月29日時点)。③については、上院で賛成0人、反対10人、条件付き賛成48人、下院で同41人、58人、227人となっており、審議過程で改正案が骨抜きにされていくことが懸念される。

ブラジル政治の根本的な問題点は小党乱立にある。多くの小党による連立政権を頼るので、大統領の権力基盤はどうしても弱くなってしまふ。その結果、与党は地位や利権で連立相手を集めることになってしまい、利益誘導や腐敗を生みやすくなる。その温床となっていたのが巨大な国有企業である。国家資本主義と脆弱な大統領の組み合わせが制度疲労を起こしているのが今のブラジルといえよう。

もっとも議会基盤がせい弱としても大統領への圧倒的な支持があれば、議員を味方につけることができる。実際、ルーラ元大統領は国民の間で人気が高く野党議員も迂闊に反対できなかった。だが、テメル暫定政権への支持率は低迷している。弾劾直前のルセフ政権への支持率と同程度である。暫定政権にも汚職疑惑がある閣僚が多数存在している。政権発足後わずか1カ月ほどで閣僚が3人辞任する事態となっており、これから支持率が回復する見通しも今のところない。連立に加わっていてもPSDBなどは次回大統領選を見据えており、PMDBの敵失を待っているフシもうかがえる。今のブラジルの政治情勢では、テメル氏に限らず誰が大統領となっても指導力を発揮できるとは考えにくい。

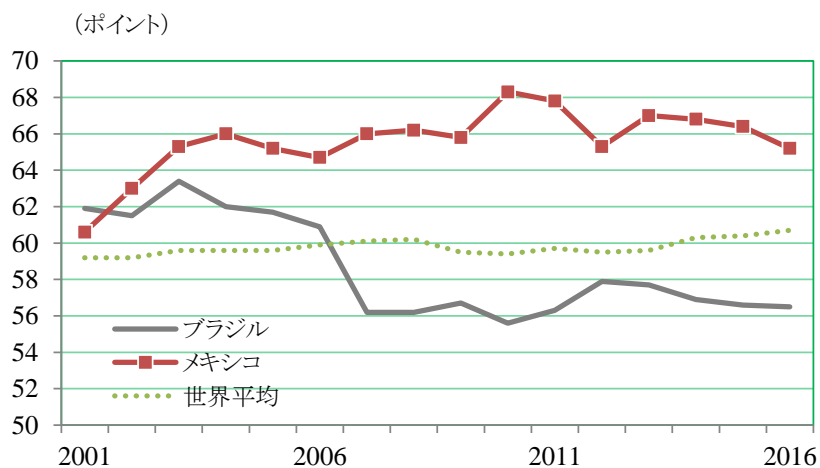
図 6.政権への評価



ブラジルがなすべきことは長年指摘されている。途上国としては重く複雑な税制<sup>1</sup>、国内産業保護が優先され閉鎖的な国内市場、先進国より優遇されている年金制度と労働者保護政策、劣悪なインフラ。長年指摘されているこれらの問題が、悪名高い「ブラジル・コスト」の原因となり、ブラジルの国際競争力を奪っている。これらを取り除く構造改革である。ヘリテージ財団の経済自由度指数をみると、かつては同水準であったメキシコにブラジルは大きく後れをとっている。現在、メキシコは世界ランキングで62位であるのに対し、ブラジルは122位と引き離されている。改革の方向性と必要性ははっきりしているが、現状の国会勢力図を前提とする限り、誰が大統領になっても改革を期待することは難しいだろう。

ブラジルの変革には政党勢力図の変化が不可欠で、そのためには複数回の国政選挙が必要になるのではないか。ブラジルには解散総選挙がなく国政選挙は4年毎が原則である。構造改革には長い年月が必要になると思われる。

図 7.経済自由度指数



(注)スコアは0-100の範囲で示され、100が最も自由度が高い。

<sup>1</sup> 国連の調査（2011年）によると、ブラジルの税金処理時間（年間で人税、付加価値税、社会負担金などの算出から支払までに必要な時間）は2,600時間で中南米平均（384.7時間）と比べても突出して長い。8時間労働の前提で、325日もかかる計算になる。

### 3. ブラジル経済の中期的課題

#### (1) 財政赤字の発散リスク

財政赤字が発散しないための条件は、「ドーマーの定理」によるとプライマリーバランスを均衡させ、利率を名目成長率以下に留めることである。

一般に財政赤字発散とは財政赤字が拡大した結果、国債（政府債務）の発行残高がGDP比で無限に上昇していくことを示している。発散を避ける条件としては「ドーマーの定理」が知られている。これは以下の算式で導出される。

国債の残高： $D_t$ 、金利： $r$ とすると、

$t$ 期の国債増加額は $(D_t - D_{t-1})$ 、 $t$ 期の利払い額は $rD_{t-1}$ となる。

次に財政支出を $G$ 、税収など借入以外の政府収入を $T$ とすると、財政は以下のように表現できる。

$$(D_t - D_{t-1}) + T_t = G_t + rD_{t-1}$$

そして、今プライマリーバランス（PB）が均衡しているとする、

$$T_t - G_t = rD_{t-1} - (D_t - D_{t-1}) = 0 \text{ が成立し変形すると、}$$

$$D_t = (1+r) D_{t-1}$$

これを $t$ 期の名目GDP（ $Y_t$ ）で両辺を割ると、

$$D_t / Y_t = (1+r) D_{t-1} / Y_t$$

そして $t$ 期の成長率を $g$ とすると、 $Y_t$ は $(1+g) Y_{t-1}$ と書き換えられるので、

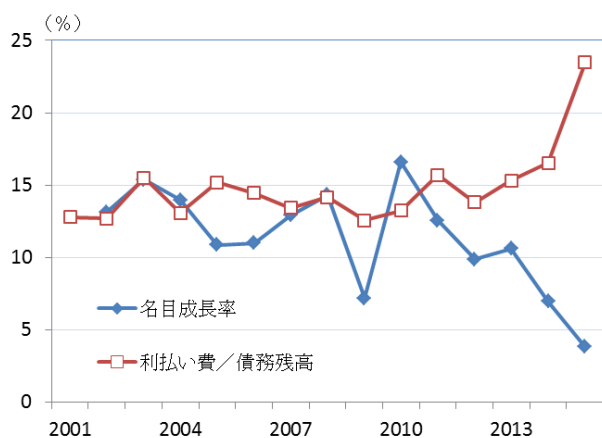
$$D_t / Y_t = (1+r) D_{t-1} / (1+g) Y_{t-1}$$

この式が意味するのは、債務残高のGDP比率を一定に保つためには、プライマリーバランスが均衡しているうえに、利率と成長率が一致（ $r=g$ ）していることが必要になるということである。

2000年代に入ってからブラジルは利率（現実の国債残高と利払い費から算出）が恒常的に名目成長率を上回っており、特に2013年以降はかい離幅が大きい（図8）。一方、プライマリーバランスは恒常的に黒字であったので、発散の条件は満たしていなかった。

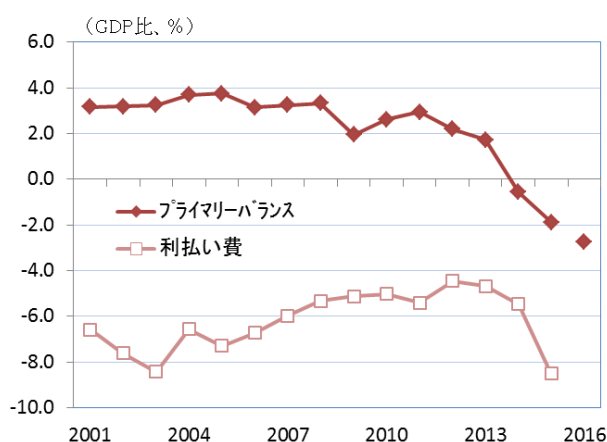


図 8.成長率と実際の国債の利率



(資料)Thomson Reuters

図 9.プライマリーバランスと利払い費

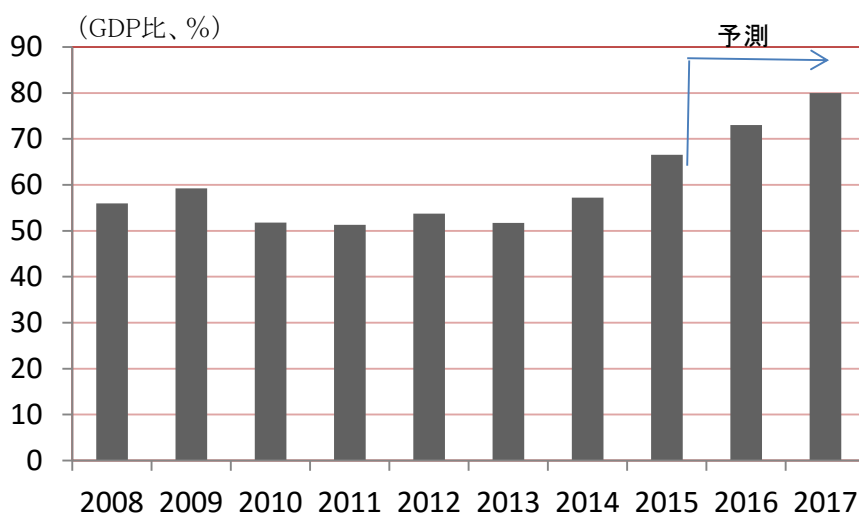


(資料)Thomson Reuters

しかし、2014年からはプライマリーバランスが赤字化しており(図9)、2016年は3%弱の赤字になると予想されている。2015年の利払い費は一時的要因により増加した面があり、2016年には減少すると期待できるが、大枠としては財政赤字の発散の条件は揃っており、プライマリーバランスの回復が急務であることを示している。

格付け会社のフィッチ・レーティングスは、景気低迷の長期化と政府の赤字削減努力が不十分であることから、2017年にはブラジルの債務残高はGDPの80%に達すると予想しており、ブラジル国債の格付けをBBに引き下げただけでなく、今後12カ月以内に50%の確率で更なる格下げもあると警告している(図10)。

図 10.政府債務



(資料)Thomson Reuters

## (2) 国際収支危機の発生の可能性

図4でみたようにブラジルの経常赤字は2015年に入り急速に減少している。経常赤字から直接投資の純流入額を引いた外貨調達必要額（12カ月累計ベース）は2015年11月からマイナス（資金余剰）になっており、2016年3月には375億ドルになっている。つまり12カ月累積ベースで経常赤字を375億ドル上回る直接投資がブラジルに流入している。生産設備に投下される直接投資が短期間に逆流することは考えにくく、当面ブラジルの外貨繰りに不安はない。

図 11.外貨要調達額（12カ月累計）

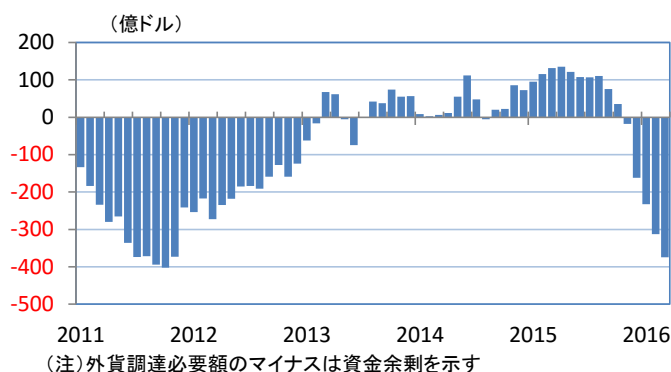
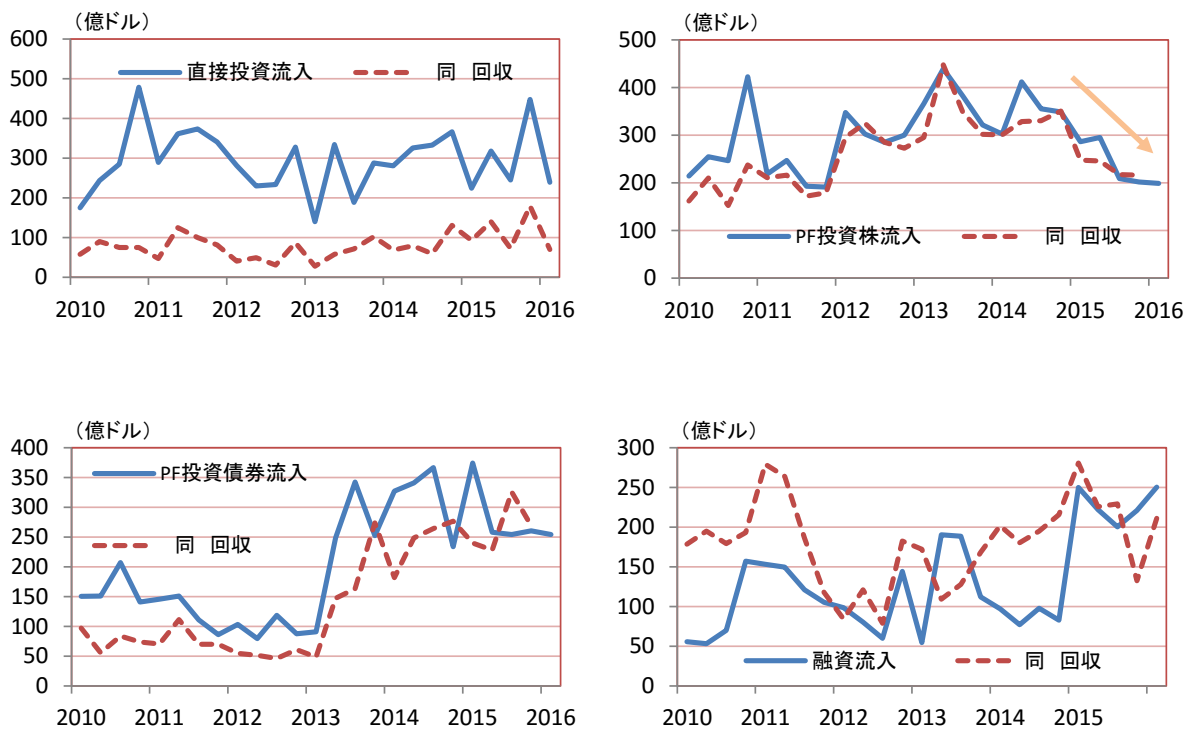


図 12.種類別資本流入・回収



ただし、株や債券などポートフォリオ投資は、流入はあるものの回収も増加しておりネットの流入額は減少している。銀行貸出が中心のその他投資では、回収超（ネット流出）となっている期間もあり、動向に注意を払っておく必要がある。

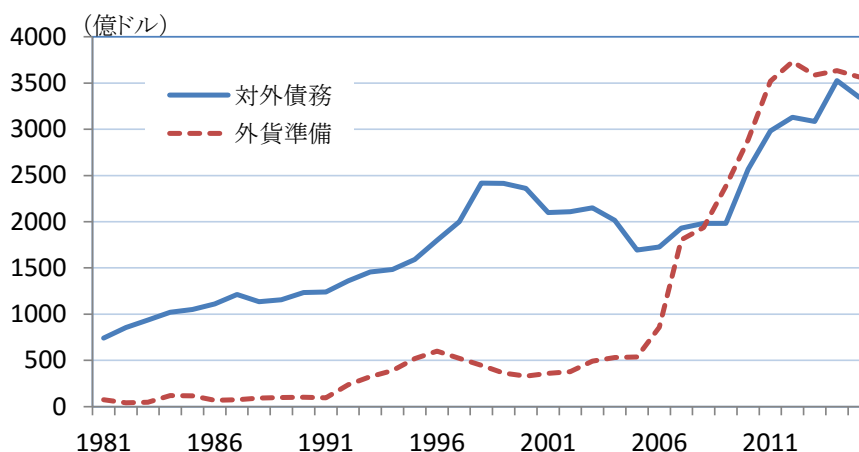
#### 4. リスクシナリオと注意点

新興国の資源需要は、一旦底打ちはしたものの、回復は弱い。鉄については中国の過剰生産能力の整理が進んでおらず、鉄鋼製品は再び値崩れする可能性があり、鉄鉱石の価格にも下落圧力がかかるだろう。天候不順で一部の農産物価格は上昇しているが、一方で産地では不作の影響も出ており海外経済に大きな期待はできない。

よって成長の源泉を国内に求める必要があるが、その内需については、経済政策への不信感が根強く消費も設備投資も湿ったままである。国内の政治状況を考えると、有効な赤字削減策が短期間に策定され、プライマリーバランスの黒字化が実現するとは考えにくい。逆に急激な赤字削減を強行すれば、目先はデフレ効果も大きくなるからである。従って、メインシナリオとしては、成長率の極端な落ち込みを回避しつつプライマリーバランスの赤字は続く想定している。極端な落ち込みは回避するものの低成長も長期化する。

プライマリーバランスの赤字長期化はブラジルにとってリスクであるが、外貨準備は約3,500億ドルあり、対外債務を上回っている。フロー面でも直接投資が経常赤字を上回るなど既に検討したとおりブラジルの対外支払い面の不安は小さい。中期的に危機的な状況に陥る可能性は小さいと考えられる。

図 13. 対外債務と外貨準備



(資料) Thomson Reuters

リスクシナリオは、政府が赤字削減努力を放棄してしまい、プライマリーバランスの赤字幅拡大に歯止めがかからなくなる場合だろう。財政赤字の発散リスクが強く意識されるようになり、大規模な資本流出に発展するケースである。ただ、このシナリオが現実化するのには早くても数年後、2018年の大統領選挙を終えても、赤字削減にまったく目処が立っていない場合だろう。

以 上

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います。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 2016 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>