



(2013 年第 4 号)
2013 年 8 月 19 日

ブラジル経済の現状と課題 ～コモディティと消費への依存が生んだ脆弱性～

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 約)

- 2000 年代後半、ブラジルは平均 4.4% の成長を遂げていた。高成長の理由は、資源需要の増加による所得増加と、所得政策による中間層創出が同時並行で起こり、消費需要が開花したことであった。
- しかし経済のコモディティ依存が高まった結果、2011 年以降は資源需要の衰えに足を引っ張られ成長率は低下している。政府は財政金融政策を駆使し消費を下支えしているが、景気の浮揚には至っていない。
- 政策の副作用も徐々に出てきている。インフレ高進、経常赤字の拡大、財政赤字の拡大、消費者信用での不良資産比率の上昇などである。これらは、政策の発動余地が徐々に縮小していることを示している。
- 長年指摘されているブラジル経済の問題点は、生産性上昇率の低さだ。その原因はインフラ投資を含めた投資不足である。投資過少は、ブラジルの供給力の弱さを生み、インフレ体質、輸入への依存の高さにつながっている。政府は貯蓄・投資を奨励する政策を打ち出すべきであるが、現在の政策は消費刺激となっている。

レポート内の重要用語を
HP トップページ右上部「用語解説ツール」で解説しています。以下の URL にリンクしていますので「用語解説ツール」を是非ご活用ください。
<http://www.iima.or.jp/Docs/keyword/keyword.pdf>

- ブラジルは 2014 年の大統領選挙を控えているので、少なくとも選挙までは政策の焦点が貯蓄・投資に転換することではなく、バラマキ的色彩の強い消費刺激政策が継続されるだろう。海外環境は、新興国景気に悪化の兆しがあり、資源需要が追い風となる公算も小さい。当面のブラジル経済は、リスクを蓄積しつつ低成長を余儀なくされる可能性が高い。
- 現行政策が行き詰まるサインはインフレ高進や国際収支の悪化、財政収支の悪化、不良債権の増加である。これらが目立ってくると、ブラジルの政策運営に不安が高まり、ブラジルへの成長期待が大きく修正される。この場合は、リアルやブラジル株の急激な下落を伴う可能性が高い。

(本 文)

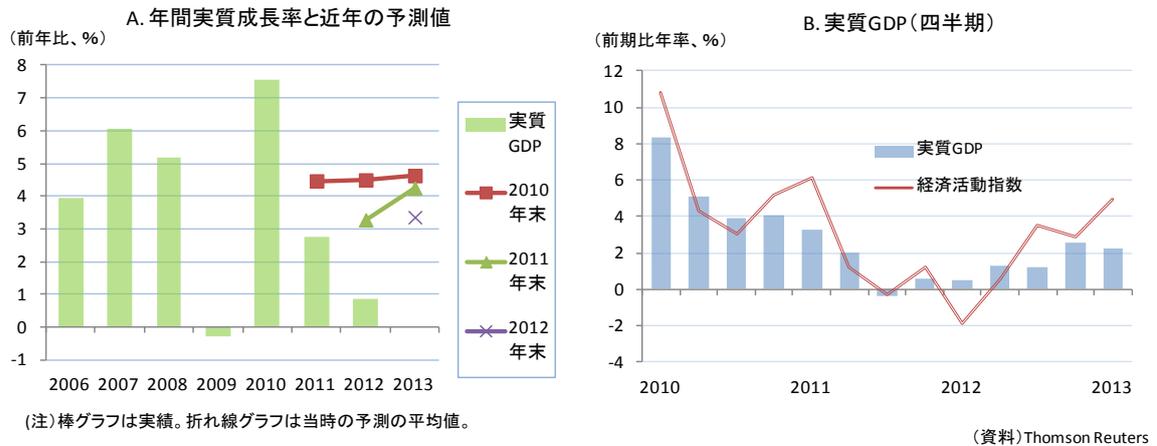
1. 足元のブラジル経済の動き～期待を下回る低成長とインフレ率の高止まり

ブラジル経済は、停滞から抜け出せずにいる。2000 年代後半は平均 4.4%成長を遂げたが、2011 年は 2.7%、2012 年は 0.9%に終わった。しかもこの間、予想を常に下回っている。2012 年の実績は、前年末時点の予想 (3.3%) より 2 ポイント以上低かった。今年 (2013 年) についても、昨年末時点の予測値は 3.4%だったが、現在 (6 月 20 日) では 2.5%に下方修正されてきている。

四半期の成長率をみると、低迷は一層鮮明になる。足元の 2 四半期はかろうじて前期比年率で 2%を上回ったが、潜在成長率とされる 4%台の成長を下回る期間がすでに 9 四半期に及んでいる。

なお、ブラジル中央銀行は、別途 GDP 統計の代理指標として、生産面からアプローチした経済活動指数を公表している。発表時期が早いので、GDP の速報値として利用されてきたが、最近と同指標と GDP との乖離が目立っている。同指標の信頼性には疑問があり、結果は慎重に評価すべきである。

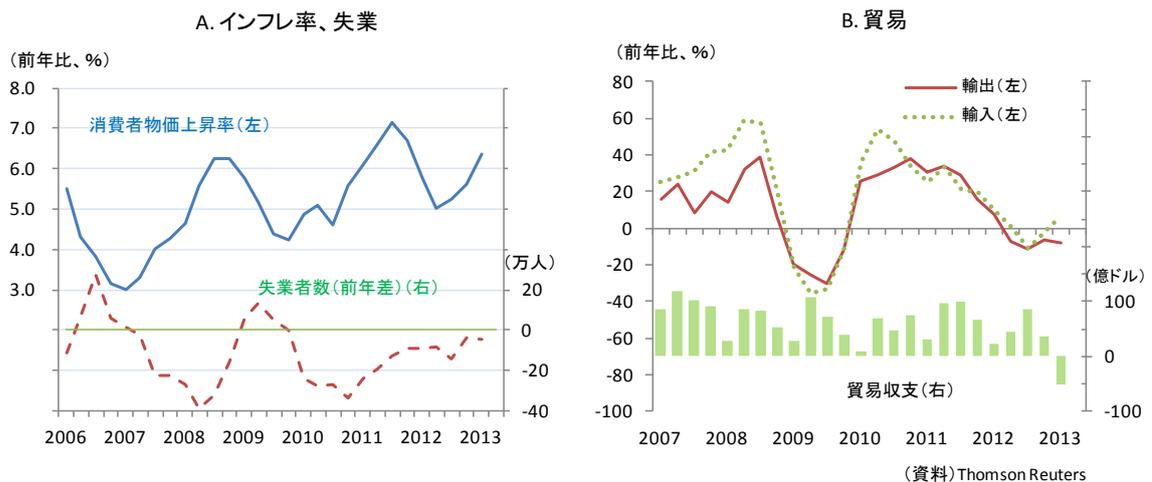
図 1 ブラジル経済の概況



そして低成長にもかかわらず国内産業保護策や減税に支えられ、国内の雇用市場はひっ迫した状況が続いている。そのため、インフレ率が上昇してきている(図2A)。ブラジルでは中央銀行のインフレ目標は4.5%±2%と設定されているが、月次データでは3月から3カ月連続で上限である6.5%以上となっている。そのため、景気低迷下、減税を実施するなど財政政策は拡張的な政策がとられていながら、中央銀行は4月、5月と相次いで利上げを実施し、政策金利を7.25%から8.0%に引き上げている。

2000年代後半の好景気を支えた輸出は、依然として低迷している。2013年の1-3月期は貿易赤字に転落している。

図 2 その他主要指標の動き

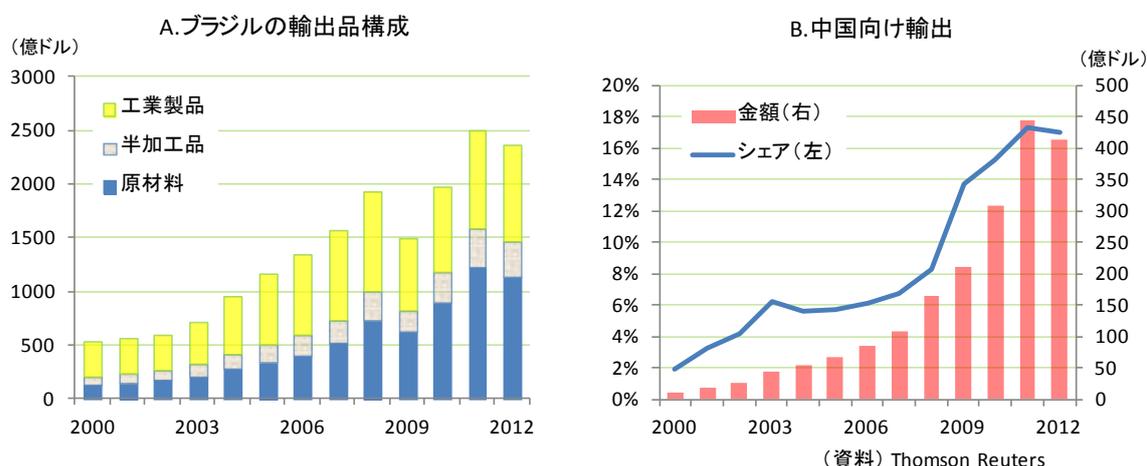


2. 2000年代高成長を支えた二つの要因

(1) 一次産品需要拡大が追い風

2000年代、ブラジルの高成長を支えた要因は二つあった。一つは世界経済、特に中国など新興国の高成長に伴う資源需要の拡大である。2000年に500億ドル程度であったブラジルの輸出額は、2011年には約5倍の2,500億ドルに達した。だが、資源需要が急速に伸びたことにより、輸出に占める原材料の割合が上昇し工業製品の比率が低下する「輸出のコモディティ化」が進んでいる。輸出に占める工業製品の比率は、2000年の61%から2012年には38%に低下している。輸出先では、中国向けのシェアが上がり、現在では第1位の輸出先となっている。

図3 ブラジルの輸出動向

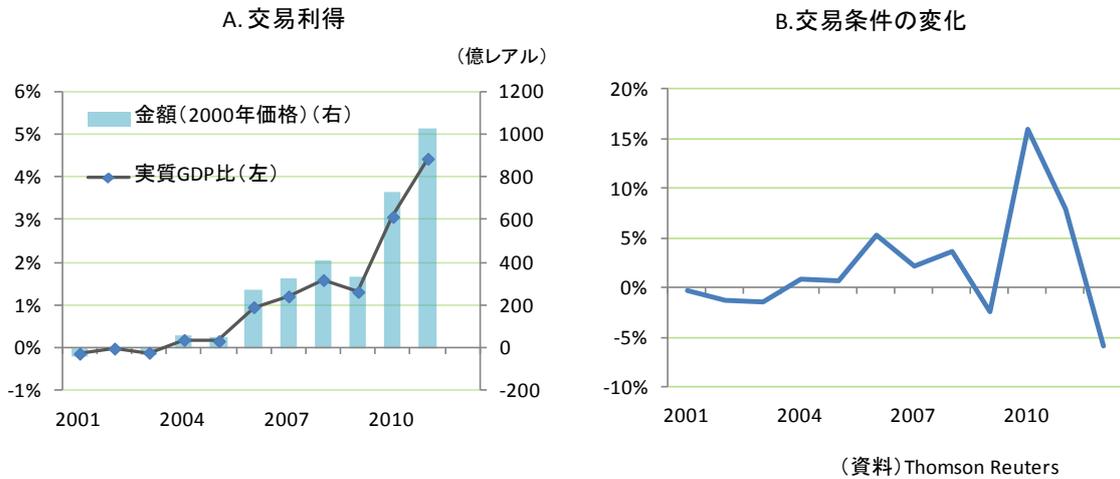


資源需要は量的な拡大だけでなく、資源価格の高騰も伴った。その結果、2000年代のほとんどの期間、ブラジルの交易条件は好転した。2000年を基準にブラジルの交易利得¹をみると、2006年以降交易利得が拡大していることがわかる。このように海外からもたらされた所得が、ブラジル経済を潤した。

しかし、交易利得は2011年まで増加したが、2012年には交易条件が悪化している。従って2012年の交易利得は低下、足元では交易損失に転じた可能性が高い。

¹ 交易利得とは、交易条件が変化することで生まれる貿易の利益（実質額）のことである。輸入物価に対して輸出物価が上昇（即ち交易条件が好転）すると、自国から同じだけの輸出を行った時、交換される海外からの財やサービスの輸入品の量は増加する。この増加分が交易利得となる。GDP統計では、実質GDI（国内総所得）と実質GDPの差が交易利得（マイナスの場合は損失）となる。

図 4 交易利得、交易条件の変化



(2) 分配政策と信用拡大により消費市場が拡大

コモディティ・ブームはブラジルへの巨額の所得をもたらし、それが内需を刺激した。その結果、雇用も順調に拡大し2003年からの10年間でブラジルの正規雇用は1,300万人増加している。正規雇用の増加は、中間層の拡大につながった。

表 1 正規雇用の増加

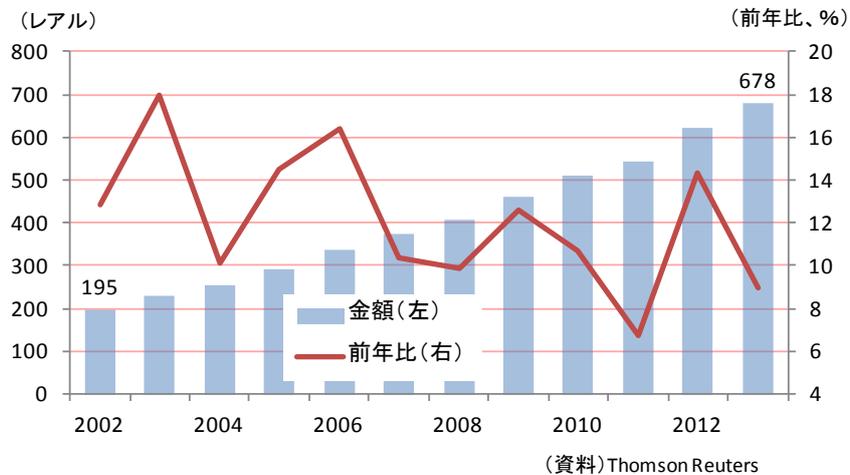
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	累計	シェア
全体	645	1,523	1,254	1,229	1,617	1,452	995	2,137	1,566	868	13,287	100%
農業	58	79	-13	7	21	18	-15	-26	50	-25	155	1.2%
鉱業	7	10	10	12	10	9	2	16	18	10	103	0.8%
製造業	129	505	178	250	395	179	11	485	175	33	2,338	17.6%
公益	3	5	14	7	8	8	5	18	8	8	83	0.6%
建設	-48	51	85	86	177	198	177	254	149	71	1,199	9.0%
商業	226	404	390	337	405	382	297	520	369	270	3,599	27.1%
サービス	260	470	570	522	587	648	500	864	786	502	5,709	43.0%
政府	10	-0	22	8	15	10	18	6	11	-1	99	0.7%

(資料) Thomson Reuters

次に低所得層の所得向上、格差是正のため、2002年以降分配面の政策が発動された。まずフォーマル雇用²の所得向上のため、最低賃金を引き上げていった。2002年に195レアルだった最低賃金は、現在約3.5倍の678レアル(約3.2万円)に引き上げられている。この間年平均12%という高い伸びが維持されていた。

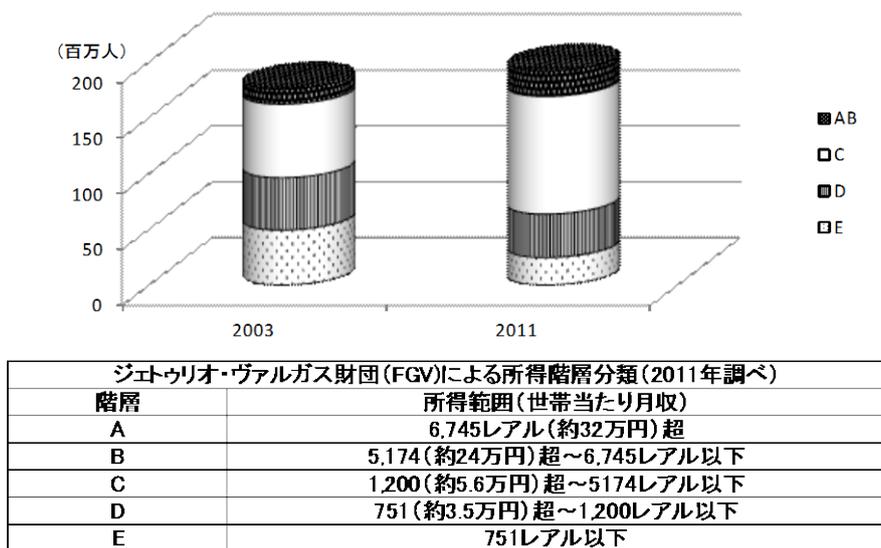
² フォーマル雇用とは法的な保護をはじめ社会保障制度の恩恵を受けることができる正規雇用のことである。それに対し、インフォーマル雇用とは、ごく短期間の雇用や書面によらない契約で雇われる雇用で、社会保障制度などの恩恵を受けられない雇用のことである。

図 5 最低賃金の動き



さらに、2003年に就任したルーラ大統領が生活扶助制度「ボルサファミリア」を開始し、インフォーマル雇用者を含む貧困層の底上げを図ってきた。世界銀行によると、ボルサファミリアが支援した貧困家庭は、2003年から2009年の期間に4,800万人に上り、約2,000万人の貧困脱却に貢献した。

図 6 所得階層別人口の変化



この制度は子供を就学させ、定期的な健康診断を受けさせることを条件に、子供を持つ貧困家庭に平均月70リアル (約3,300円) を支給する。こうした政策がD,E層の底上げにつながり、中間層とされるC層の人口は2003年の約6590万人 (総人口の38%) から、2011年には1億550万人 (同55%) に増加した。

安定した雇用情勢と所得向上は、将来の所得上昇への確信度を高める。その結果、今

の所得よりずっと高くなるはずの将来の所得の一部を借り入れるインセンティブとして働く。こうしてブラジルでも消費者信用が開花した。消費者信用の残高は10年前の7倍に増加。インフレ分を除いても4倍になっている。

以上、要約すると、2000年代は、経済成長、所得政策、金融の発達が生み、ブラジルは消費主導の景気拡大を遂げていた。その結果、ブラジルは経済に占める消費の割合が高く、付加価値に占める鉱工業の比率が低い経済構造となっている。

図7 消費者信用の増加

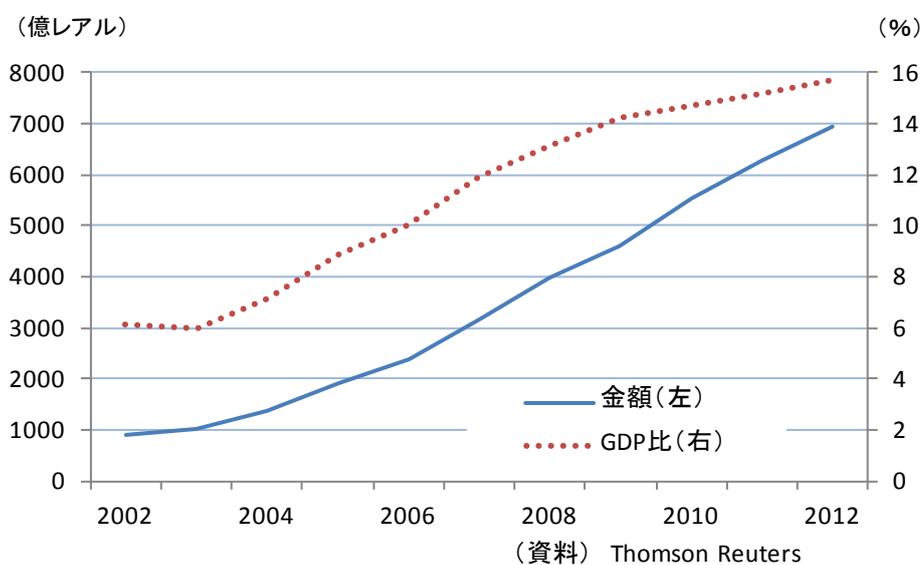
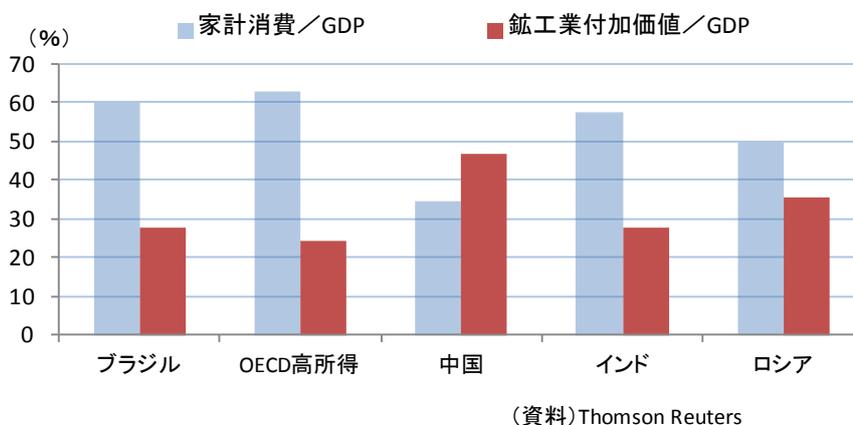
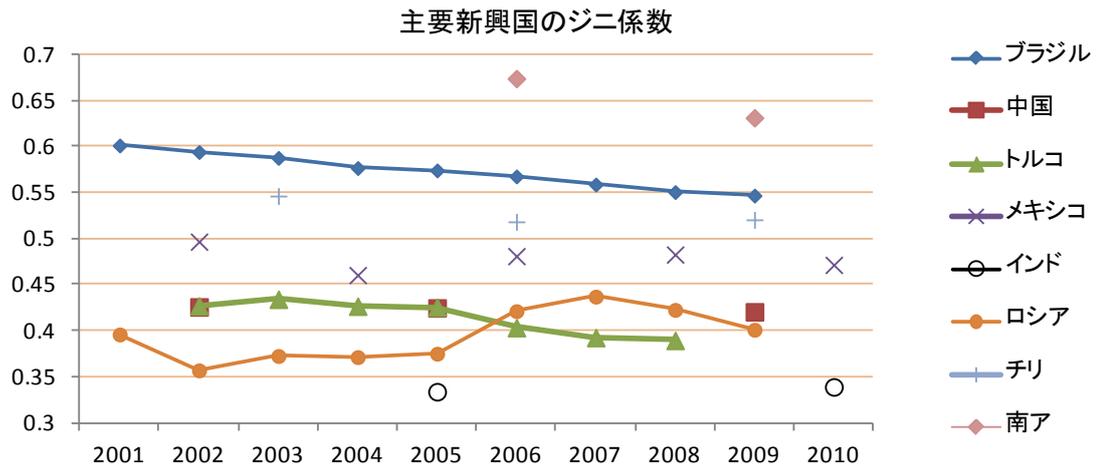


図8 経済構造の比較



【ブラジルの所得格差問題】

ブラジルの所得格差問題は一定の改善がみられるが、なお大きな問題である。2000年代初め 0.6 だったブラジルのジニ係数（0 が完全平等）は 2009 年には 0.547 まで低下してきたが、チリや南アフリカと並んで高い。1 日 2 ドル以下で暮らしている人々は 2100 万人以上いると推計される（2009 年）。格差問題は、2013 年 6 月にデモが多発する原因となった。



(注) 中国のジニ係数は0.42(2009年)となっているが、実態はもっと高いと言われている。例えば、四川省にある西南财经大学研究チームは0.61(2010年)と推計している。

(資料)世界銀行

3. 世界経済減速下のブラジル経済

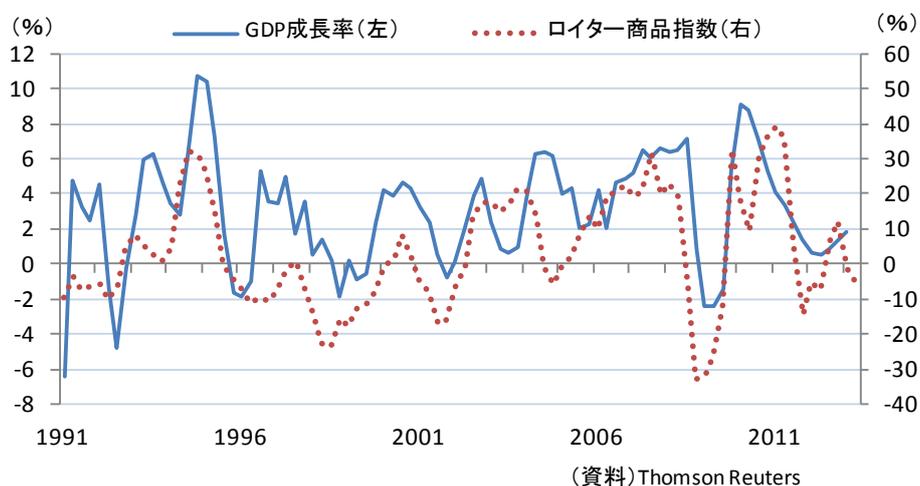
(1) 足元の景気減速の背景

2011 年からブラジルは低成長が続いている。その直接の原因は商品市況の悪化だ。ブラジルの過去の景気変動パターンをみると、やはり商品相場の影響が強い。今回もその繰り返しである。前年比で GDP 成長率と価格変化率の相関を計ると 0.6 となっている（1991 年第 1 四半期～2013 年第 1 四半期）。資源価格の上昇が本格化した 2005 年以降でみると、相関係数は 0.67 へと上昇する。輸出のコモディティ化が進んだことで、ブラジルの一次産品依存は高まっていることがこのデータからも明らかである。

問題は、一次産品価格は今も不安定であることだ。図から明らかのように、2011 年後半から一次産品価格は低下し、今も上下動が続いている。この点については米州開発銀行（IADB）も警告を発している。最近のレポートで IADB は「現在の商品市況が通常レベルを超えていることを示す多くの傍証があり、国際通貨基金（IMF）は向こう 5 年間で約 2 割の商品価格の下落を想定している（インフレ調整後）。また、5 年後の実質商品価格が直近 10 年間の平均値に戻ると想定すると、これから約 25% の下落が起こ

る」としている³。

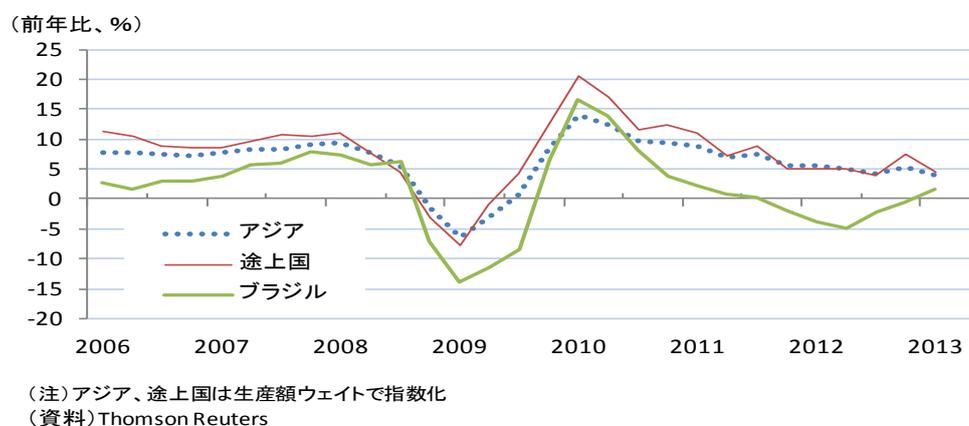
図 9 商品相場とブラジルの成長率



一次産品の金融商品化が進んだことで、金属も農産物もエネルギーも値動きが同調しやすくなったこともブラジルにとってマイナスである。ブラジルは多くの資源を有しているため、それぞれの価格変動がバラバラであれば相互に打ち消しあい安定効果が得られると期待されていたが、そうした効果は期待できなくなった。

ブラジルの輸出が GDP に占める割合は 12.6% (2012 年) と低く内需中心の国にみえるが、資源を通して世界経済との一体化が進んでおり、しかも一次産品への依存が大きい分、世界経済の振幅から受ける影響も大きい。生産の増減は他の新興国より大きくなっていることを認識しておく必要がある。

図 10 他新興国との比較 (鉱工業生産)

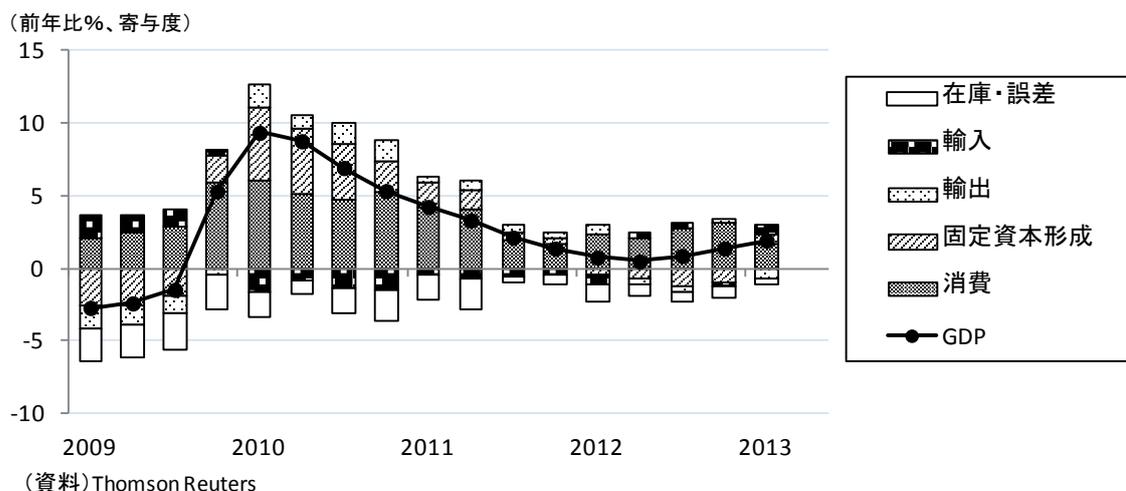


³ Inter-American Development Bank, 「2013 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report: Rethinking Reforms」、p76

(2) 減税、利下げで消費を下支え

最近の GDP 成長率を需要項目別に分解してみると、輸出や投資が不振な中、消費のみが成長を下支えしている状況が続いている。消費堅調には、前節で触れた所得の平準化による中間層の拡大や 2012 年までの金利低下による借り入れの拡大が貢献していると考えられる。

図 11 実質成長率への需要項目別寄与度

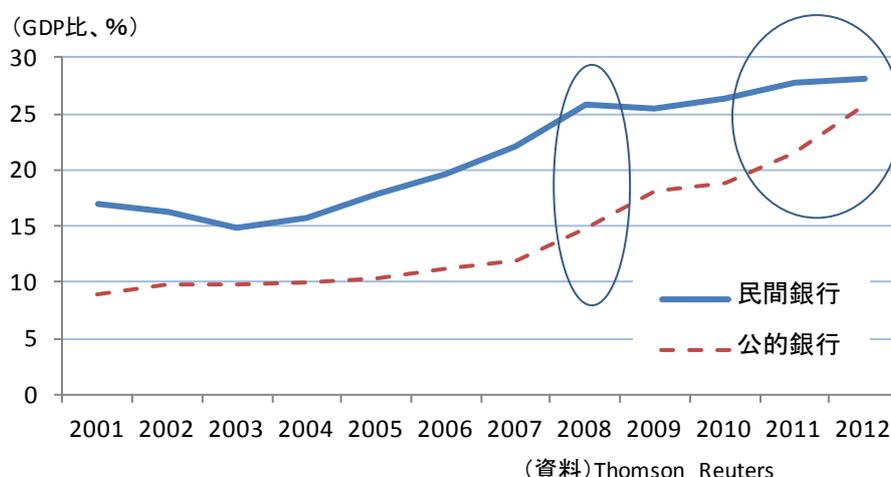


だが同時に、政府が減税や国内産業保護（即ち雇用の保護）策を駆使し、あの手この手で財政による景気浮揚策を打ってきたことも無視できない。2011 年 8 月には「より大きなブラジル計画」が発表され、資本財、建築資材、トラック・商用車にかかる工業製品税の減免期間の延長、白モノ家電向け工業製品税の減税、企業が支払った社会保険負担のうち工業品輸出代金の 3%を還付する制度の創設、自動車ローンの規制緩和、国内産業保護のため社会保険負担金の減免（衣料、履物、家具、ソフトウェア産業が対象）、輸入車への実質的な 30%課税などが決められた。これらの中には国際的なルールに違反するものもあったが、多くが実施された。

また、2012 年はリーマン危機直後の 2009 年を上回る 14%もの最低賃金の引き上げが実施された（図 5）。ブラジルでは年金支給額は最低賃金の伸びにスライドするので、最低賃金引き上げが景気に及ぼす影響は大きい。ボルサファミリアも順次拡大されている。ルセフ大統領が就任した 2011 年以来、ボルサファミリアは 6 回変更され、順次対象を拡大してきた。貧困対策と同時に、景気対策としての効果も期待されたいだろう。

公的銀行による政策金融も景気支援策の一翼を担った。リーマン危機後の動きをみると、民間銀行の融資が鈍化する中で、2011 年以降も融資を増やしていることがわかる。

図 12 公的／民間銀行の融資残高



2011年、2012年の成長率はそれぞれ2.7%、0.9%と低迷したのだが、こうした努力がなければ、景気はさらに悪化、底割れしていたとも考えられる。それほど、資源需要の鈍化による影響は大きかったといえるだろう。

4. 政策対応の限界

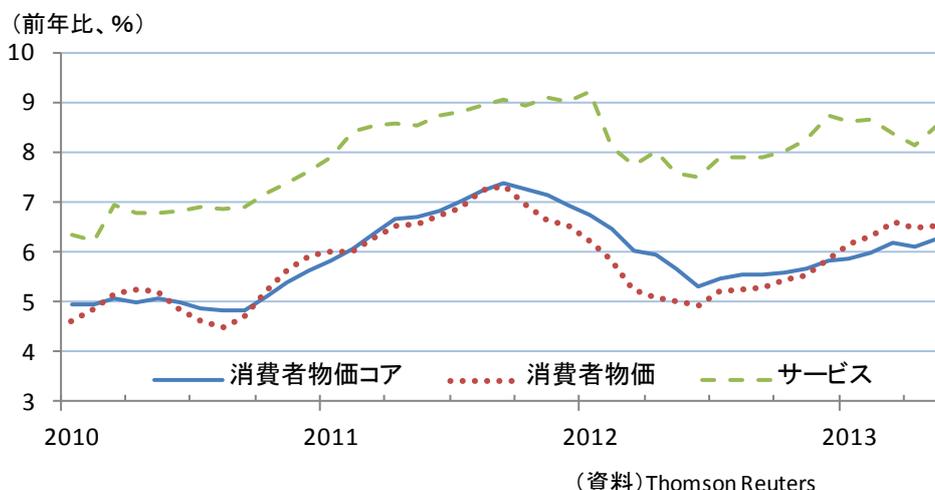
1990年代までは、ブラジルは不況に入ると却って不況を悪化させる緊縮策を採ることが多かった。当時は慢性的な財政赤字によるインフレが続いていたので通貨に信認がなく、不況になると投資家の不安を解消するために財政緊縮策を実施するが、結局は国内の抵抗に負けて緩和に転じる「ストップ・アンド・ゴー」を繰り返し、結局信認を失うという悪循環に陥っていた。

そうした歴史を踏まえると、ブラジルも不況期に財政出動という「普通の政策」が採れるようになるまで至ったことは評価できることだろう。現在のブラジルは、危機を繰り返した前世紀のブラジルではない。しかし、財政による消費下支えもいつまでも続けられる政策ではなく、政策対応の限界、副作用がみえてきている。

(1) インフレ率の上昇

副作用の第一はインフレ率の上昇である。もともと生産面のボトルネックが多く、生産性上昇率の低いブラジル経済である。消費刺激を続けた結果、サービス価格は8%台の高さに戻っている。インフレは食品やエネルギーといった変動の激しい一部物品によるものでなく、広範な品目で起こっていることも特徴である。さらに、景気対策の一環で、政府は物品税の引き下げや電気料金の引き下げを実施、一時的な物価抑制効果を發揮している。よって実際のインフレ率はさらに高かったと考えられるのである。

図 13 消費者物価



そのため第 1 節で述べたとおり、中央銀行は景気低迷が続いているにもかかわらず、利上げに踏み切った。その結果、財政政策は緩和、金融政策は引き締めという、いわばブレーキとアクセルを同時に踏むような政策になっている。このポリシー・ミックスは互いに効果を減殺するだけでなく、金利負担の上昇から将来の財政負担を高める可能性がある。為替に対してはレアル高によるインフレ抑制効果を期待できるが⁴、現在はグローバルなリスク・オフ傾向に押され効果を発揮していない。

(2) 経常収支の悪化

2000 年代後半からのブラジルは、経常収支の赤字が拡大しているものの赤字を埋めるに十分な資金流入が続いており、外貨準備は 3,770 億ドル (2013 年 3 月) に積み上がっている。2002 年末時点の外貨準備は 378 億ドルだったので、この 10 年で 10 倍に増えたことになる。当時の対外債務は 2,107 億ドルあり、外貨準備は対外債務の 18% 相当に過ぎなかったが、現在の外貨準備は対外債務 (3,215 億ドル) を上回っている。

加えて、ブラジルは、安定した資金の流れである直接投資を多く受け入れている。そのため 2008 年から経常収支は赤字となっているが、その赤字を上回る直接投資の受け入れが続いていた。近年のブラジルの国際収支は極めて強い基盤を持っていたといえよう。

⁴ ただし、景気に対してはネガティブな効果を持つ。

表 2 国際収支

(百万ドル)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013
経常収支	1,551	-28,192	-24,302	-47,273	-52,473	-54,231	-13,182	-8,896	-20,091	-24,858
同 GDP比	0.1	-1.7	-1.5	-2.2	-2.1	-2.4	-2.2	-2.2	-2.4	-2.9
資本勘定	756	1,055	1,129	1,119	1,573	-1,877	551	-3,217	415	278
金融勘定	88,330	28,297	70,172	98,793	110,808	72,030	22,195	13,272	13,485	31,395
直接投資	34,585	45,058	25,949	48,506	66,660	65,272	14,781	17,868	17,675	13,256
ポートフォリオ投資	48,390	1,133	50,283	63,011	35,311	8,770	475	3,338	3,068	6,046
その他投資	13,131	2,875	-16,300	-1,024	7,805	-5,018	7,322	-4,625	-8,518	15,133
デリバティブ	-710	-312	156	-112	3	185	21	78	54	46
総合収支	87,484	2,969	46,651	49,101	58,637	18,900	9,413	1,186	-4,064	6,554

(資料) Thomson Reuters

しかし、その基盤に若干の緩みが出てきている。四半期データをみると、2012年第4四半期からは経常収支が大幅に拡大し、ついに直接投資の流入額を上回った。まだ、他形態の資本流入が続いているので、総合収支は2012年第4四半期に一度は赤字に転じたものの、2013年第1四半期には再び黒字に転じている。

すでに述べたようにブラジルの外貨準備は潤沢で資金繰りは安定しているが、ブラジルの将来への投資（直接投資）と経常赤字の差が今後も拡大するようであれば、今後の懸念材料となる。動向を注視しておく必要がある。

(3) 財政収支の悪化

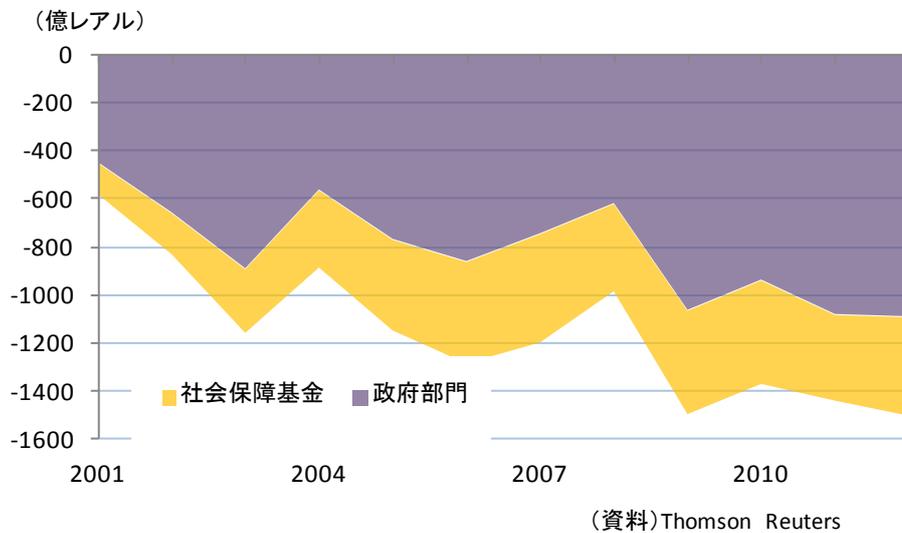
経常赤字は対外不均衡の表れだが、国内の不均衡にも監視が必要である。ブラジル中央政府のプライマリー収支は黒字を維持しており財政の健全性の象徴となっているが、州・地方政府、公的銀行を加えた政府部門全体では1,000億レアル以上の赤字である。それに加え社会保障基金の赤字があり、国民所得統計の「一般政府」概念に近づくと、赤字は約1,500億レアル（約7兆円）になる⁵。

ブラジルの年金制度は、極めて大きな問題をはらんでいる。ブラジルは若年人口比率が高い「若い」国であるにもかかわらず社会福祉費がGDPの11%と高い⁶。本来なら年金はまだ「積立期」で社会保障基金は黒字であるべきだろう。社会保障制度は長期的な存続が危ぶまれており、長年改革の必要性が叫ばれているにもかかわらず、改革は進んでいない。減税や社会保障支出で財政状況は悪化してきている。財政はいつまでも「打ち出の小槌」ではないのである。

⁵ 約700億ドル強、日本円では約7兆円である。GDP比では3.5%になる。

⁶ 「日本版ニューズウィーク」2010年11月24日号

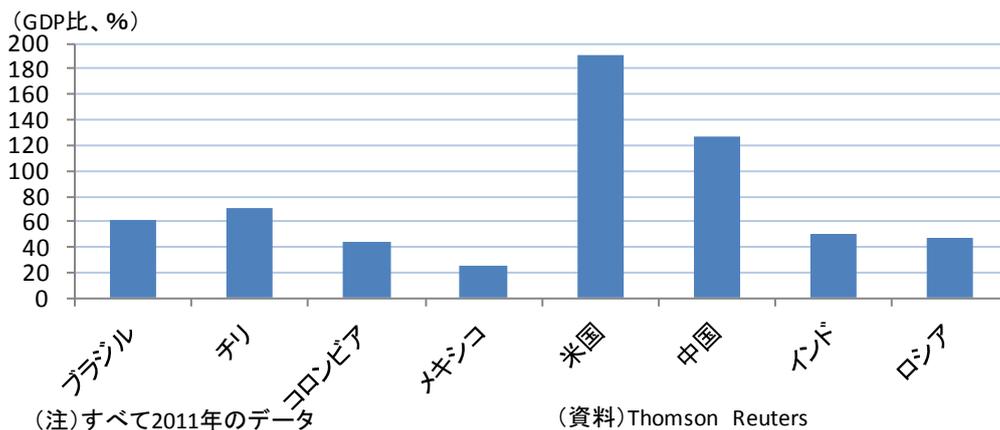
図 14 財政収支



(4) 家計の返済余力の縮小

まず、ブラジルはまだ金融深化が進んでおらず、銀行貸出残高の対 GDP 比は 61%と低い。そのため、近年の融資急増もバブル発生を懸念させるものではなく、むしろ金融経済の健全な発展の過程と考えられている。それは個人向けに限っても同じで、所得に対する家計債務の比率は 44%と低い。国際的にみて、懸念されるレベルではない。

図 15 民間向け銀行貸出残高の比較



しかし、ブラジルの金融には金利が高く融資期間も短いという特徴がある。これは高インフレ時代の名残である⁷。そのため家計においても、所得に対する返済負担は、債務が小さい割には大きくなっている (図 16B)。

⁷ 高インフレ下では、銀行は長期間の貸出を嫌い、高い貸し倒れコストを回収するため高い金利を要求する。ブラジルでは未だに、政府系金融機関以外は長期貸出に積極的ではないのが実情である。

そして2012年にかけては消費者ローンにおける不良債権比率もジリジリ上がってきており、政府も特に不良化のスピードが速かった自動車ローンについて規制を強化せざるを得なくなった(図17)。2013年に入って不良債権比率はゆるやかに低下してきているが、2000年代後半以降、拡大一辺倒だった個人向け貸出も一つの曲がり角を迎えたことを示唆している。

図16 家計の借入状況

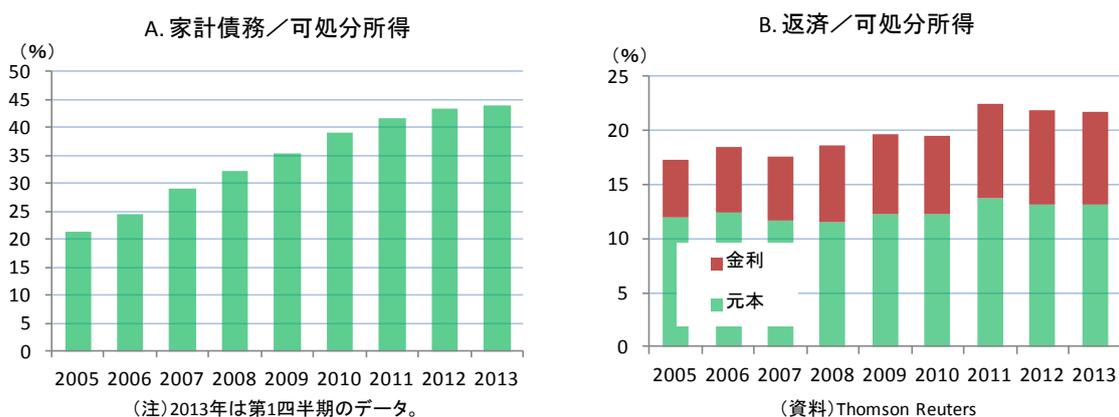
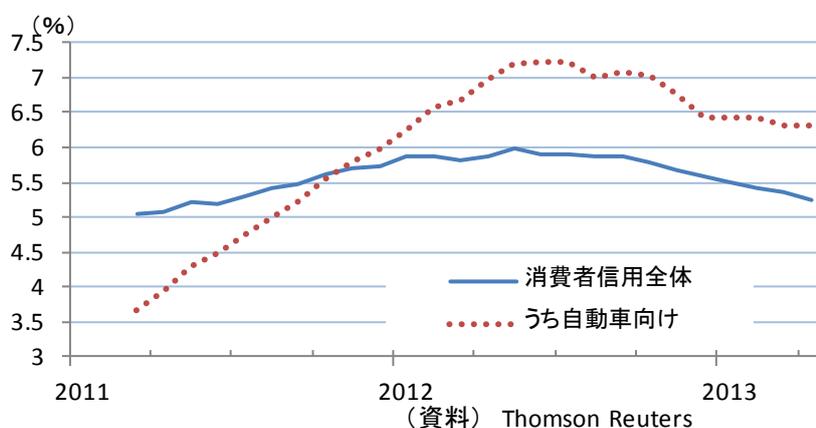


図17 消費者金融の不良債権比率



5. 経済のリバランスが必要

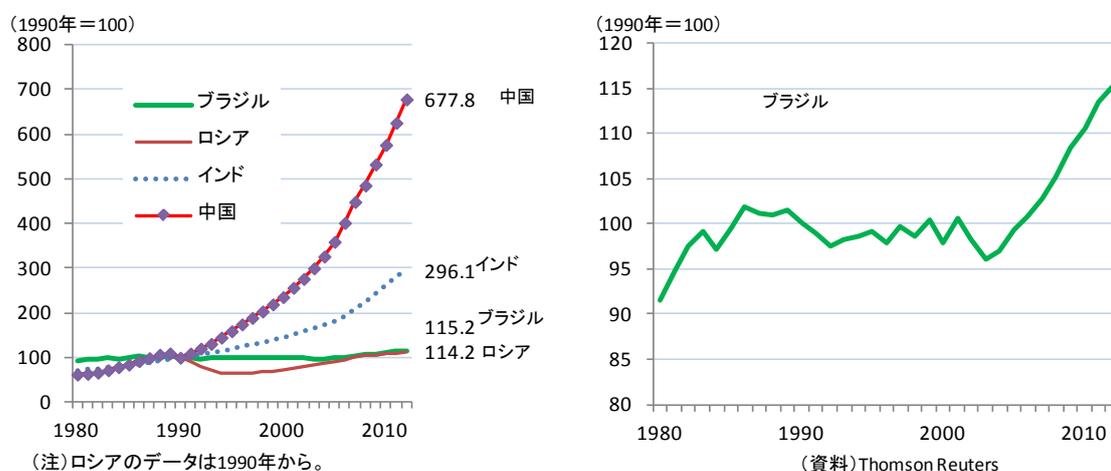
現在の世界経済の状況は、米国経済は緩やかな拡大が続いているものの、欧州は依然として低迷、そしてブラジルにとっては一番重要な中国は減速中のうえに鉄鋼などの過剰能力の存在、不動産の乱開発問題、シャドーバンキング問題の影響が懸念されている。また米国の金融緩和縮小見通しが資源価格の低下要因となって働いている。

こうした環境下でブラジルの資源輸出が早期に回復するというシナリオは描きにくい。2012 年以降の景気低迷期に景気を下支えしていた政策については、それぞれ発動余地が小さくなってきている。ブラジルは成長モデルを再考する必要がある。

(1) 過少投資による生産性上昇率の低さがブラジルの弱点

1990 年以降の BRICs 諸国（ブラジル、ロシア、インド、中国）の生産性上昇率を比較すると、中国は 7 倍弱に、インドは約 3 倍に上昇している。そして、ブラジルとロシアはどちらも 15% 程度に留まっている。

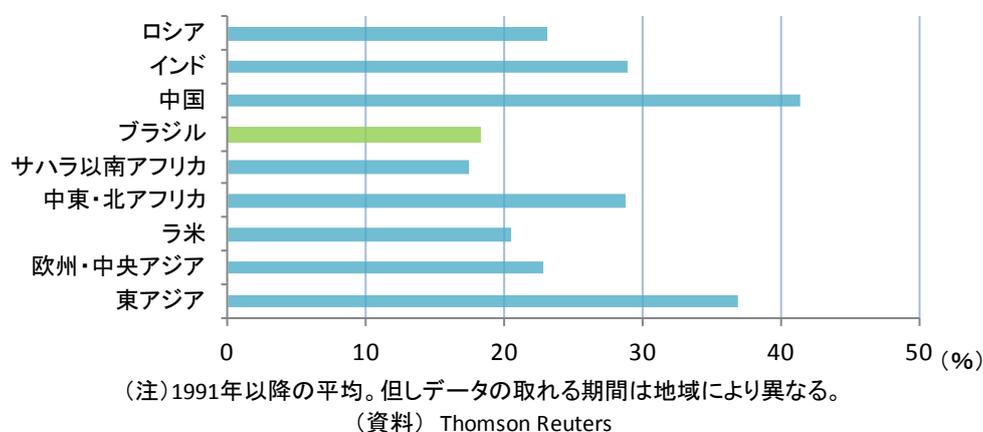
図 18 BRICs の生産性上昇率比較



もっともブラジルも 2007 年以降は生産性上昇率が加速しているが、それでも年率では 3% に過ぎない。中国は過去 20 年間年率 10% の生産性上昇を実現していた。インドも同期間年率 5.6% の生産性上昇を達成していたことと比べると、依然として低い。

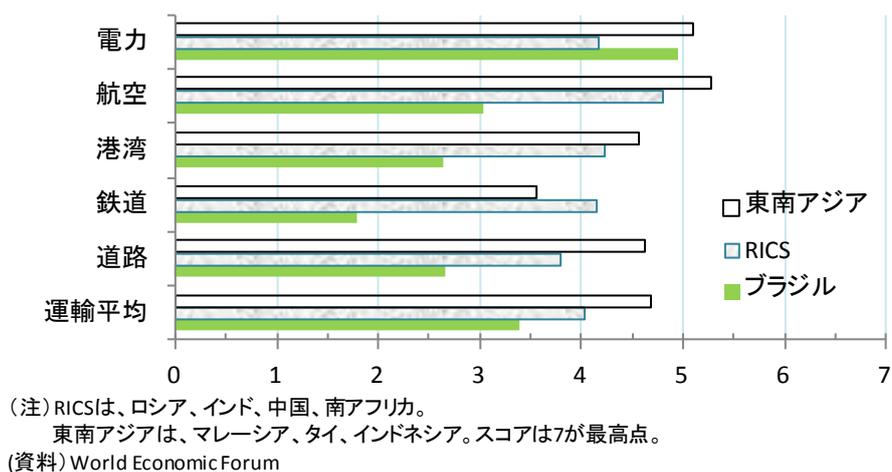
ブラジルの生産性の伸びが低い理由として、これまで再三指摘されていたことは投資率が低いことである。ブラジルの投資率は、BRICs の中で最低であるだけでなく、ラテンアメリカ地域の中でも平均を下回っている。他地域の新興国と比べても、ブラジルより低いのはサハラ以南のアフリカ諸国だけである。

図 19 投資率（対 GDP 比）の比較



投資不足は貧弱なインフラとなって生産性向上を阻む原因となっている。ブラジルの公共投資はGDPの3%弱に過ぎない⁸。インフラを0～7のスケールで評価したWorld Economic Forumによると、航空、港湾、鉄道、道路のいずれについても、ブラジルは中国、インド、ロシアに比べて低い。東アジアと比べるとさらに差が大きい。

図 20 新興国間のインフラ比較



ここから得られる結論は明らかだろう。ブラジルは従来の消費主導型の成長から投資主導に切り替えていくべきである。豊富な資源を利用して経済発展を目指すにしても、加工度を上げ付加価値を高めた輸出を主力にしていく必要がある。そのためには、官民双方で投資を引き上げていくべきである。

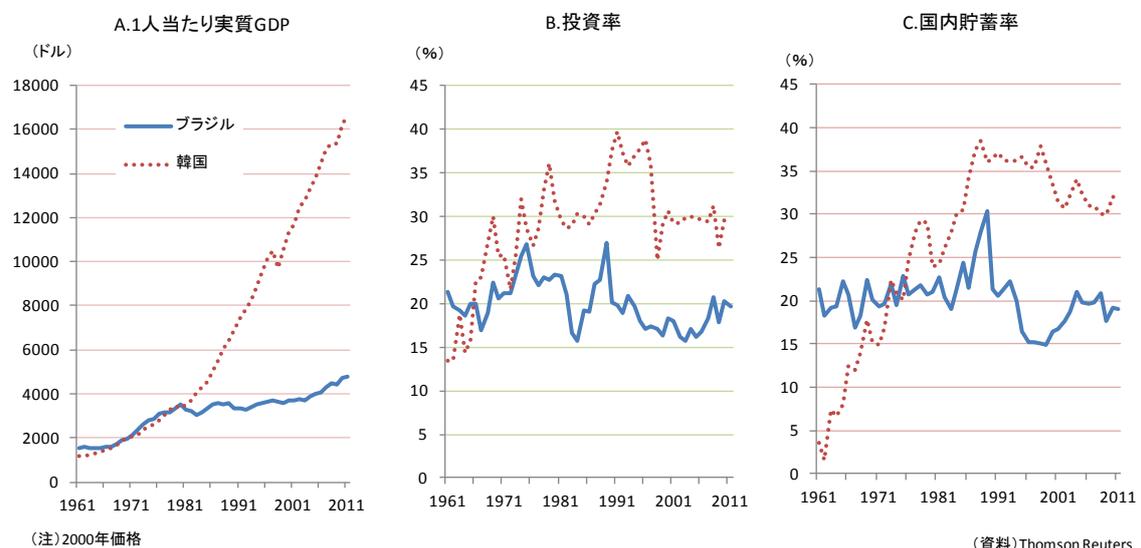
⁸ 世界銀行「World Development Indicators」中のブラジル名目固定資本投資と同民間部分の差額から算出。

【韓国とブラジルの比較】

韓国とブラジルの1人当たりGDPは、50年前はほぼ同じ水準だったが、今日では約3倍に格差が広がっている。

このことについて、IMFのワーキングペーパー(WP/13/132)「The Growth Comeback in Developing Economies: A New Hope or Back to the Future?」は、貯蓄率が両者の分岐点だったと分析している。以下は、その要約である。

「両国の違いは、投資主導の成長に必要な貯蓄をどのように調達するかに表れた。どちらも工業化を志向したが、ブラジルは海外貯蓄に依存することを選んだ。調達額は、財政赤字によってさらに膨らんだ。韓国は、ブラジルより大きな経常赤字を抱えて出発したが、財政規律の維持と高い国内貯蓄率、高い輸出の伸びにより、対外バランスを改善した。」



(2) 貯蓄率の引き上げが必要

ブラジル政府は中期的に投資率を25%に引き上げる目標を持っている。最近の平均は19%なので、5年で6%の引上げが必要である。しかし、その場合は他の需要からGDP6%分を差し出さなくてはならない。一定の成長率の下で、個人消費が4%分、政府消費が2%分のシェアダウンを負担するとして、5年間の伸び率を比較したものが表3である。

設備投資の伸び率は4.5%から10.6%となる。2ケタの伸びが必要になる。一方、個人消費の伸び率は3.2%から1.1%に鈍化する。消費の増分は半分以下になる。無論、現実にはこれほど単純な調整にはならないが、消費には相応のブレーキがかかることを覚悟する必要がある。

表 3 投資比率を 25%へ引き上げる場合の消費への影響

個人消費	政府消費	固定資本投資	在庫	輸出	輸入
60%	21%	19%	0%	12%	13%

①実質成長率を2013年2.4%、14年4.1%、15年4.2%、16年4.0%、17年3.9%と予測。
予測値はOxform Economicsの長期予測による。

②固定資本投資をGDPの25%に引き上げ、シェアアップ分を個人消費と政府消費
で十分に減らし調整する。

個人消費	政府消費	固定資本投資	在庫	輸出	輸入
56%	19%	25%	0%	12%	13%

設備投資は25%達成には年率10.6%増が必要(シェア不変の場合は4.5%増)

個人消費のシェアを落としていくには、年率1.1%増に留める必要(シェア不変の場合3.2%)

所得面では、家計消費の節約分が貯蓄となり投資に動員されることになる。高い投資率を維持するには、それを支える国内貯蓄が必要である。

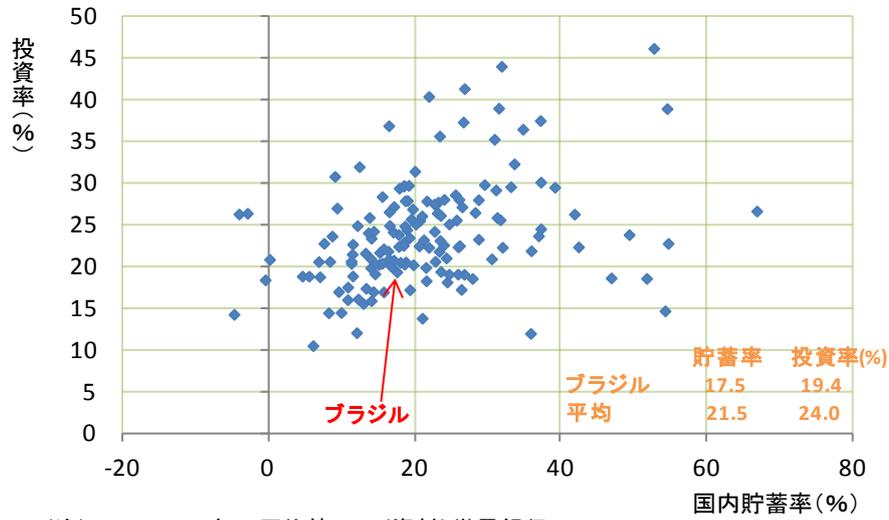
理論的には、開放経済では国内貯蓄に必ずしも頼る必要はなく、海外貯蓄によって投資をファイナンスしていくことが可能と考えられるが、現実には外資に頼ることはリスクを伴う。IADBは2013年版年次報告「Rethinking Reforms」の中で、以下の6点を指摘している⁹。

- ① 海外貯蓄の流入は不安定 (Volatile) である。
- ② 途上国が自国通貨建てで借りることは容易でなく、外貨建ての債務になりやすい。
- ③ 途上国のインフラ整備に向かう民間資本は少ない。
- ④ 直接投資もインフラ整備にはそぐわない。これまでの実績をみると、途上国への直接投資のうち、インフラ整備に向かったのは約1割にすぎず、途上国のインフラ需要を満たすには足りない。
- ⑤ 国内貯蓄による投資は、外資を呼び寄せる「呼び水」効果がある。外資のリスク判断能力には限りがあるため、現実には国内貯蓄が投資していることを確認してから投資を決める傾向があるからである。
- ⑥ 国内貯蓄率が低い場合、クラウディングアウト（政府投資が民間投資を締め出してしまうこと）を発生させやすい。

経験的にも国内貯蓄率が低い国は、投資率も低いという傾向がみられる。下図はデータが得られる151カ国の国内貯蓄率と投資率を図示したものである。両者には緩い相関がある。ブラジルは、国内貯蓄率、投資率ともに151カ国の平均を下回っている。また、そもそもラ米諸国の貯蓄率は高くないが、ブラジルの国内貯蓄率は地域平均も下回っている。ブラジルは中期的に貯蓄率を引き上げていく必要がある。

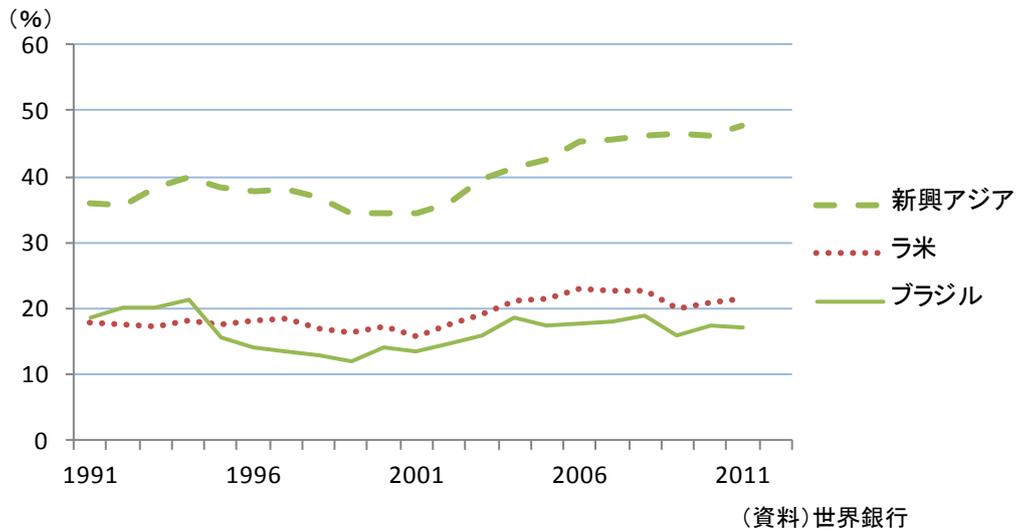
⁹ 同書第7章

図 21 国内貯蓄率と投資率



(注)2007～2011年の平均値 (資料)世界銀行

図 22 国内貯蓄率の比較



(資料)世界銀行

(3) 一朝一夕には完成しない貯蓄率の向上

しかし、貯蓄率を引き上げるといふ事業は、一朝一夕にできることではない。貯蓄行動には国民の生活習慣や価値観といった文化的要素も影響しているからである。貯蓄や投資を優遇する税制を変更するなど、貯蓄・投資にインセンティブを与える制度的対応が必要になる。

年金制度の改革も必要である。赤字の年金財政は直接、貯蓄率を引き下げる要因になっているうえ、国際的にみて早い年金支給開始や高い支給金額は、現役世代の貯蓄意欲を下げる遠因にもなっている。だが、年金制度改革も長年、必要性が指摘されながら、

既得権の壁が厚く進んでいない。特に公務員社会保障制度は財源の6割が国庫負担であり、年金給付額が退職時の所得代替率100%を超える場合があるなど過度に優遇されており、批判が強いものの改革が遅れている。¹⁰

このように考えると、政府が相当強いリーダーシップを発揮しない限り、中期的に貯蓄率を引き上げることは難しい。現政権は、インフラ投資への民間資本の導入など投資促進については積極的な姿勢をみせているが、貯蓄増強には強い決意をみせていない。よって今後のシナリオとしては、従来の消費刺激策を継続するが、インフレや国際収支の悪化で従来の政策が行き詰まるシナリオを第一に考えざるを得ないだろう。

6. 全体のまとめと結論

ブラジルの成長を支えていたのは、資源輸出による所得増とそれによる消費増であった。分配政策の成功による中間層の増大も消費拡大を支える一因となっていた。リーマン・ショック後の急回復が一巡した2011年以降は、世界景気の鈍化を受け新興国の資源需要の伸びが鈍化。成長は主に財政金融政策が支える消費に依存することになった。

しかし、インフレの高進、緩やかだが財政赤字の拡大、国際収支の悪化、消費者金融の悪化など、成長を支える政策余力は徐々に失われつつある。世界経済に眼を転ずると、米国は一定の回復をみせつつあるものの、中国では金融問題が再び浮上するなど、資源需要が大きく回復するシナリオは描きにくい。そのため、2013年の成長率予想も引き下げられてきている。2012年末時点では3.4%の予想だったが、現在は2.5%（2013/6/20）に下がってきており、最終的には2%台前半になる可能性が高い。

今後については、資源需要の低下と政策余地の縮小から、景気低迷は長期化する見通しである。石油生産が本格化する2018年頃まで、成長率は潜在成長率とされる4%を下回ることになるのではないかと見られる。

ただしこれから2014年にかけては、大統領選挙があるのでやはりバラマキ政策になびきやすい。インフレの高止まりへの不満は、公共サービスや所得格差への不満なども巻き込み、国民の不満が高まっているからだ。6月、サッカーのプレ・ワールドカップ大会中に、バス料金の10円程度の値上げがきっかけで広がったデモは、低所得者から中間所得層まで幅広い階層に広がり、大統領は福祉政策の拡充を「約束」させられた。

本来、ブラジルは消費刺激ではなく貯蓄・投資奨励に転換していくべきだが、少なくとも大統領選挙までは転換は望みにくく、必要な政策を先送りしリスクを蓄積することになると考えられよう¹¹。

¹⁰ 水上啓吾「ブラジルの年金制度」

¹¹ デモは大会への取材に訪れていた海外メディア向けのアピールの面もあったので、大会終了後は下火になっていくと考えられるが、まだ完全には終息していない。現地報道では一連のデモによる経済損失は少なくとも7億レアル（約310億円）とみられている。政府は様々な懐柔策を打ち出してくると思われるが、デモが長期化する場合は経済への悪影響が広がる恐れもある。

現行政策が行き詰まるサインはインフレ高進や国際収支の悪化、財政収支の悪化、不良債権の増加である。これらが目立ってくると、ブラジルの政策運営に不安が高まり、ブラジルへの成長期待が大きく修正される。この場合は、リアルやブラジル株の急激な下落を伴う可能性が高い。特にインフレ率と国際収支の動向には注目しておく必要がある。

ブラジルにとって明るい材料は、早ければ 2018 年頃から、遅くとも 2020 年頃には海底油田の稼働が本格化し、石油輸出国になる可能性が高いことである¹²。これにより貿易収支が改善することはブラジルにとってプラス材料であろう。しかし、それは同時にブラジル経済のコモディティ化をさらに進めることでもある。根本的なブラジル経済の強化につながることはないことを認識しておく必要がある。

以 上

¹² IMF の「2012 年 4 条報告」では、2020 年に石油貿易が GDP1%程度の黒字になっていると予測している。

(参考文献)

- 神谷夏実「ブラジルと中国の貿易、投資関係の発展」『金属資源レポート』2012.9、p 61-70
- 経済産業省「通商白書 2009」、「通商白書 2011」
- 小池洋一「ブラジルにおける中国問題」『アジア研ワールド・トレンド』No.202 (2012.7)、p36-37
- 桜井敏浩「大きく変容したブラジルの投資環境」『ラテンアメリカ時報』No.1398 2012年春号、p 15-18
- 澤田吉啓「欧州危機、資源の世界需給変化の中でのブラジル経済—重点はインフレ対策から為替対策へ—」『ラテンアメリカ時報』No.1398 2012年春号、p 10-14
- 檀上誠「正念場か 2013年ブラジル経済」『ブラジル特報』2013年1月号
- 近田亮平「ブラジルにおける高齢者の生活保障システムと老年学」『新興諸国における高齢者の生活保障システム』第8章、アジア経済研究所 2009年
- 西島章次「ブラジルにおける経済自由化と生産性—企業データによる実証分析—」『国民経済雑誌』第199巻1号、p1-15、2009年
- 二宮康史「低成長に直面するブラジル経済を日本企業はどうみるか？」第4回いわしん経済セミナー資料、2013年6月5日
- 日本経済調査協議会「資源国ブラジルと日本の対応」、2009年6月
- 浜口伸明「ブラジルの経済成長における消費者金融の役割」『国民経済雑誌』第199巻1号、p17-28、2009年
- 同「ブラジル経済のコモディティ化と産業政策」『ラテンアメリカ時報』No.1398 2012年春号、p 6-9
- 孕石健次「ブラジル経済失速—再浮上へ成長モデル転換急務」『エコノミスト』2013年5月21日号
- 藤川久美「ブラジル経済を支える新中間層」『アジア研ワールド・トレンド』No.204 (2012.9)
- 舩木弥和子「進展するブラジルの石油開発—海底油田プレソルト」『LATIN AMERICA REPORT』Vol.28 No.2
- 星野妙子「ラテンアメリカ新一次産品輸出経済論—構造と戦略」『研究双書 562』、2007年
- 水上啓吾「ブラジルの年金制度」『年金と経済』Vol.31 No.1
- ルチール・シャルマ「『ブラジル経済の奇跡』の終わり—社会保障か経済成長か」『フォーリン・アフェアーズ』2012年6月
- IADB, “Rethinking Reforms”, March 2013
- IMF, “Brazil: Staff Report for the 2012 Article IV Consultation”, June 22, 2012
- IMF ワーキングペーパー (WP/13/132) ”The Growth Comeback in Developing Economies: A New Hope or Back to the Future?”, May 2013
- “Stuck in the mud- Brazil’s disappointing economy” 『The Economist』 June 8th 2013/06/25

独立行政法人 石油天然ガス・金属鉱物資源機構(JOGMEC) ウェブサイト
世界銀行ウェブサイト
ワールド・エコノミック・フォーラムウェブサイト
米 CIA ウェブサイト
IADB ウェブサイト
ILO ウェブサイト
IMF World Economic Outlook データベース

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、すべてお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 2013 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 Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>