

ブラジル経済、国債格下げ後の注目点

経済調査部 上席研究員 森川 央
morikawa@iima.or.jp

2015年12月16日、世界3大格付け会社の一つフィッチ・レーティングスは、ブラジル国債（外貨建）の格付けを投資適格クラスから投機クラスに下げた。格下げ自体はもはや時間の問題と考えられていたため市場は比較的冷静に受け止めたが、格下げはブラジルにとって一つの区切りを告げている。

ブラジルが投資適格クラスに引き上げられたのは2008年。当時共有された「資源と若い人口に恵まれた21世紀の大国」というブラジル像はすっかり色あせた。2015年の成長率は-3.8%となり、2016年も3%程度のマイナス成長になりそうである。ブラジルが2年連続のマイナス成長となるのは、大恐慌があった1930年代以来のことである。

インフレ率は2桁（11月前年比10.2%）を突破し、失業率も7.5%に上昇している。1年間の財政赤字もGDP比10%に迫り、もはや放置できない規模となっている。

しかし、政治は混乱しており財政再建に向けて有効な手立てをとれていない。フィッチも格下げの説明のなかで、この点を指摘している。政府が2016年の基礎的収支の目標をGDP比0.7%から0.5%に引き下げることを提案した翌日に格下げを発表したことは、フィッチのブラジル政府への不信の表れとみていいだろう。

問題は、格下げ後も見通しを「ネガティブ」としたことだろう。つまり、更なる格下げの可能性があることだ。

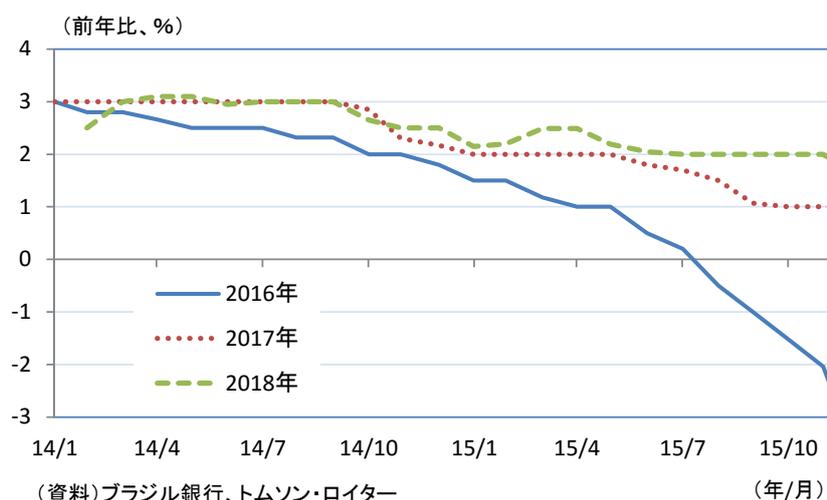
ブラジルの政治は混迷を極めている。ルセフ大統領自身は弾劾問題を抱え、下院議長のクニャ氏は汚職問題で家宅捜索を受けた。当然、十分な予算審議をするだけの時間を確保できない。また、市場の信認の厚かったレビ財務大臣が辞任したことも、政権にとって痛手となる。後任のバルボザ氏は成長志向で、緊縮の程度は緩和されるという思惑を呼んでいる。

大統領の弾劾は、結局否決されると思われるが、連立与党であるPMDB（ブラジル民主運動党）から寝返りが出る見込みで、僅差での否決になる見通しだ。政権の求心力は既に低下しておりたとえ弾劾を退けても、今後、政府が提出する法案が議会を無修正で通過することは難しくなるだろう。

一次産品需要の早期回復が望めなくなっているなか、ブラジル経済が回復するには、持続可能な財政運営を実現して安定的な成長の素地を整え、内外の信頼を回復していくことが必須である。だが現在の政治情勢は、これに応えられない。

その結果、起きていることはブラジルの中期的な成長力への失望である。図1はブラジル銀行が定期的集計している成長率予想（平均）である。これをみると、2016年の見通しが引き下げられているだけでなく、2017年、2018年についても予想が下がっていることが分かる。2017年の予想もせいぜい1%であり、2018年についても2%である。つまり今後3年間の平均成長率はわずか0.1%でしかなく、しかも今後下方修正されていく可能性がある。

図1.民間エコノミストによる成長率予想

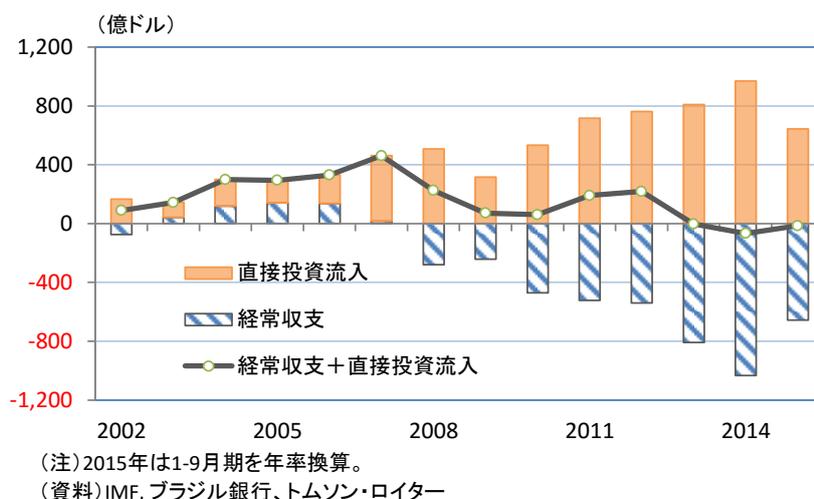


今後の注目点は、中期的に成長期待が失われたブラジルが有望な投資先としての地位を維持できるかである。

2012年までブラジルは海外から直接投資流入だけで経常赤字をファイナンスできていた。簡単には逃げ出さない直接投資が経常赤字を上回っていることは、ブラジルの対外的安定性に貢献していた。

2015年は直接投資流入が約3割減となったが、経常赤字も輸入の減少により36%減となったため、経常赤字と直接投資流入はほぼ見あっている(約15億ドルの資金不足)。

図2. 経常収支と直接投資流入



ただし今後は、このバランスが維持されるか注意が必要だろう。図3は業種別の直接投資流入額である。

ブラジルは資源国として注目を浴びたので、2008年、2010年、2011年は農漁業、鉱山に100億ドル以上の資本が流入していた。工業でも金属精錬は資源関連と目されよう。

しかし近年は、資源開発以上にブラジルの内需に着目した投資が多かったことが分かる。工業への投資はブラジルが国内産業育成のために輸入規制をかけていることもあるが、新中間層の成長に期待した消費財産業の投資がみられる。

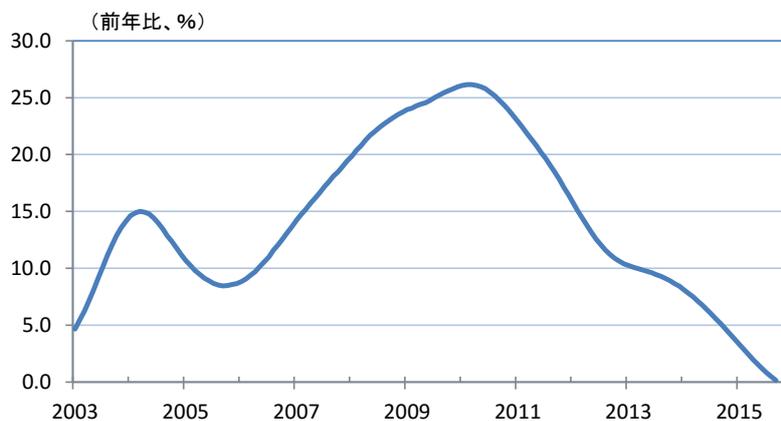
更に大きかったのがサービス業への直接投資である。リーマン・ショック前後を除きサービス業の直接投資は全体の5割前後を占め、2014年は59%に上っていた。商業に加え、銀行・保険など金融サービスへの投資が多い。通信も散発的に巨額の投資がみられた。

図 3. 業種別直接投資流入¹

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
合計	228	343	445	317	526	695	605	493	561
農漁業、鉱山計	15	48	130	46	163	103	65	100	56
石油、鉱山関係	11	41	122	42	155	93	59	92	51
農林漁業	4	6	8	4	7	10	6	8	5
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
工業	85	135	140	135	213	268	222	152	169
金属精錬	17	47	50	38	55	72	53	15	24
食品	5	18	22	5	17	31	51	15	15
自動車工業	3	9	10	22	5	14	13	19	29
電算機、事務機器	3	2	1	3	8	10	7	14	15
サービス業	128	161	174	136	147	320	314	239	333
商業	15	28	26	23	26	57	57	62	57
銀行	30	45	51	29	19	32	49	30	48
保険	3	5	5	13	2	24	46	19	20
電気ガス	23	11	9	10	12	33	21	15	26
通信	12	6	4	3	7	67	3	3	49

(資料)ブラジル銀行

図 4. ブラジルの住宅価格



(資料)ブラジル銀行、トムソン・ロイター

だが、今やブラジルの個人所得を取り巻く環境は非常に厳しい。失業率とインフレ率を足した悲惨指数(11月)は17.7で、これは10年半ぶりの高さになっている。消費者信頼感も統計開始以来の最低を更新している。更に住宅価格も下落に向かっている(図

¹ 業種別の直接投資は株(equity)のみを対象としており、親子企業間貸出を含まない。よって、全体の数字は図2の直接投資流入より小さくなっている。ちなみに2014年の貸出を含む直接投資流入は969億ドルであった。

4)。延滞率も上がってきた（図5）。金融ビジネスにとっても厳しい環境が訪れている。

図 5. 個人向け融資の延滞率（15-90 日）



(資料)ブラジル銀行、トムソン・ロイター

民間コンサルタントの推計によると、2006年から2012年にかけて330万世帯が低所得者層を脱し、中間層の仲間入りをしたが、不況の深刻化により、2015年から2017年にかけて約300万世帯が貧困層に逆戻りし、新中間層がほぼ消滅してしまう可能性がある。

今後、外国企業もブラジル市場の成長性、安定性を再考し、投資を判断することになるだろう。その中には、投資の凍結や撤退すら含まれる可能性がある。直接投資も一つの節目を迎える可能性があり、暫く目を離せない状況が続くだろう。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。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

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