

### 3年ぶりの回復に向かうブラジル経済

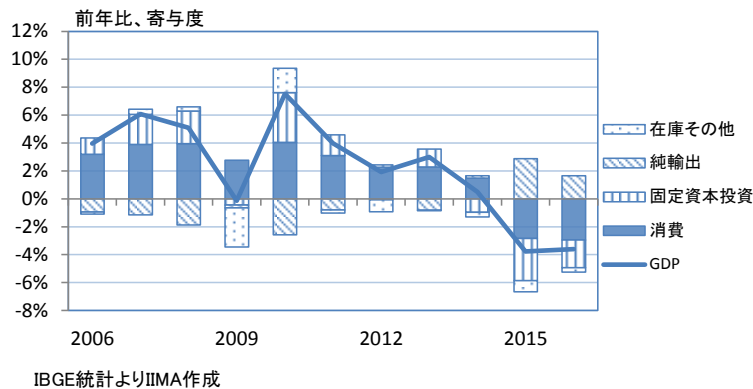
経済調査部 上席研究員 森川 央  
[morikawa@iima.or.jp](mailto:morikawa@iima.or.jp)

#### 1. 2016年は2年連続のマイナス成長

ブラジルの実質 GDP 成長率は、2015年-3.8%（前年比）、2016年-3.6%（同）と長い不況となった。しばしば通貨危機を繰り返してきたブラジルであるが、2年連続のマイナス成長は実に大恐慌があった1930年代以来のことである。

2016年については全体でマイナス成長となっただけでなく、消費（民間、政府合計）も-3.5%となり、GDPを3.0ポイント押し下げている。設備投資（固定資本形成）も同様に、前年比-10.1%、寄与度は-2.0ポイントであった。プラス寄与したのは純輸出（+1.7ポイント）であるが、輸入の減少によるところが大きい（図1）。

図1:ブラジルの実質成長率と需要別寄与度



#### 2. ようやく底打ちの兆し現れる

ただし、ここにきてようやく景気底打ちの兆しが出てきている。10-12月期の鉱工業生産（季節調整済み）は前期比-0.8%と、7-9月期の同-0.7%に続き小幅な減少に留まった。輸出にもようやく反発がみられる。一次産品、工業品ともにわずかながらも、年間輸出額が増加し始めた。

図2: 鉱工業生産

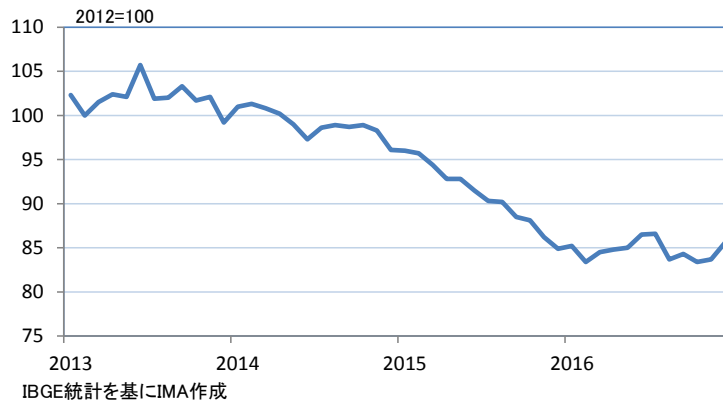
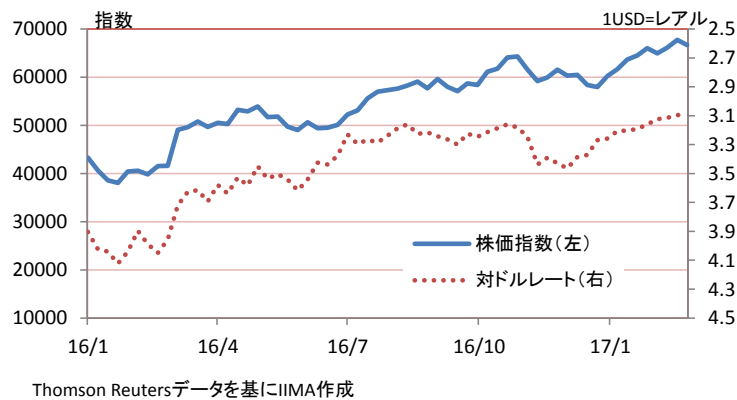


図3: 株価と為替レート



金融市場では、先行きへの楽観論が支配的になってきている。株価も為替レートも2016年1-3月期に底を打ち、ルセフ前大統領の弾劾審議が始まった4月以降は上昇トレンドとなっている。左派のルセフ大統領が去り、中道とされるテメル副大統領が9月に大統領に昇格したことを好感してのことである。11月には米国の大統領選挙の結果を受け、先行きへの不透明が高まったことからやや下落した。しかし、①景気底打ちへの期待、②「財政上限法」の成立、③インフレ率の低下、という3つの好材料が楽観的な見方を支え、その後は再び株価も為替レートも持ち直した。

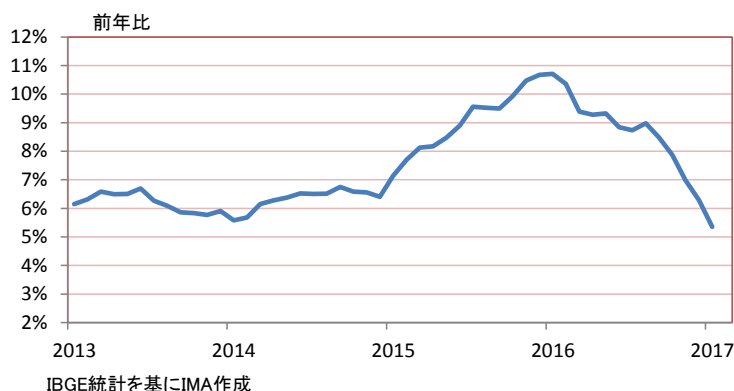
「財政上限法」とは、2036年までの20年間、利払い以外の連邦歳出の伸びを前年のインフレ率以下に抑える、即ち歳出を実質価格で2016年水準から増やさないとする試みである。これは相当な荒療治であり、投資家は歓迎する一方、世界銀行や国際連合は教育や保健衛生など重要な行政サービスの質が劣化することへの懸念を表明している。短期的な赤字削減にはなっても、ブラジルの将来にとって本当にプラスなのかは疑問も残る。

評価が割れる「財政上限法」と違い、インフレ率が鈍化してきたことは間違いなく朗報である。景気悪化の影響が時間をおいて出てきている。2016年の消費者物価上昇率は年平均では8.7%とまだ高いものの、12月の消費者物価上昇率は前年比6.3%とブラジル銀行のインフレ目標(4.5%±2.0%)内に低下し、2017年1月は6%を切り5.4%となった(図4)。

ブラジル銀行は2016年10月に0.25%の利下げを実施した後様子見をしていたが、イ

インフレ率の低下を確認し、12月 0.25%、1月 0.75%、2月 0.75%と3ヵ月連続で合計 1.75%の利下げを実施した。現在、政策金利は 12.25%になっている。

図4: 消費者物価



### 3. 改革推進に影を落とす政治の混乱

社会保障費は歳出の 4 割弱を占める。その抑制のためには、年金制度の改革が不可欠で、改革なしには財政上限法も守れない。そのため政府は 2016 年 12 月に年金改革法案を議会に提出している。

これによると、老齢退職年金の受給資格を 25 年以上の納付とし、支給開始年齢を 65 歳とする方針である。現行の制度では、50 代半ばで受給することが可能で、先進国と比較しても受給者に有利な制度になっている。人口構成の若いブラジルだが今後は高齢化社会に向かうので、年金改革はやむを得ないと思われる。ただし、審議は難航する可能性がある。以下に述べる汚職事件の捜査により、政府・議会が機能不全に陥る可能性があるからだ。

国有石油会社ペトロブラス社を舞台にした汚職事件の捜査(通称ラバ・ジェット作戦)は、いよいよ大詰めを迎えている。2016 年 12 月、贈賄側であったブラジル最大手建設会社オデブレイト社の幹部 77 人が検察との司法取引に応じ、贈賄の実態を供述した。裁判所がこの供述を有効と認めたため、裁判で証拠能力を有する。情報の整理が済み次第、検察は収賄側への捜査を開始すると思われる。

地元メディアにリークされた内容によると、捜査リストには政府から官房長官を含む重要閣僚らがあがっているほか、議会からも与野党問わず多数の議員が名前を連ねている。

火種はもう一つある。2014 年の国政選挙での不正献金問題である。オデブレイト社から、ルセフ大統領、テメル副大統領候補へ渡った 1 億 5,000 万リアル(当時の為替レートで約 69 億円)のうち 1 億 2,000 万リアル(約 55 億円)が不正な献金であったと証言していることがリークされた。これが事実なら選挙結果は無効になり、テメル大統領の大統領権限が失効となる可能性がある。

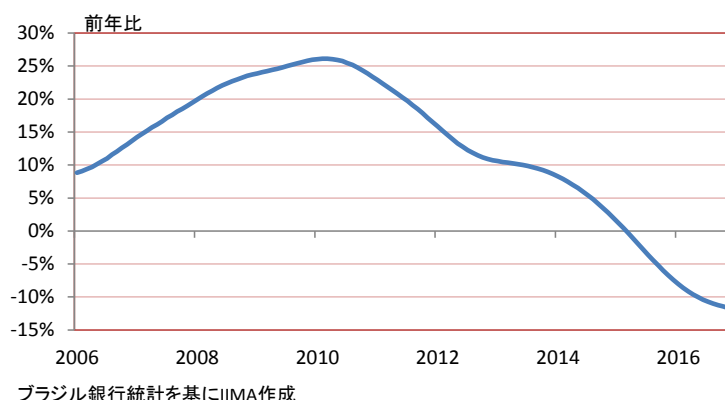
捜査が本格的に始まると、ブラジル政界が再び混乱し政治的空白が生じてしまうおそれがある。そうなれば、年金制度改革の審議が止まってしまう懸念があるほか、テメル

政権への国民の不満が高まることも想定しておく必要もあろう。

#### 4. 回復とはいえ前途多難なブラジル経済

このように、投資家や企業のマインド好転を支えている構造改革の進捗は必ずしも楽観できる情勢ではない。回復の糸口をつかんだとはいえ、消費の回復は鈍いだろう。失業率が12%台に上昇しており、雇用情勢の改善には相当な時間を要すると思われるからだ。住宅価格の下落（2016/11月、前年比-11.7%）も見過ごせない。バランスシートの悪化は、支出への大きな制約となる。

図5.住宅価格



財政支出の抑制は、真剣に取り組めば取り組むほど当面の景気には抑制材料となる。既に地方財政の悪化が治安の悪化を招いている。財政悪化で警察職員の給与遅配が発生、抗議ストが頻発しているからである。こうした混乱は、景気へのマイナスになってもプラスになることはないだろう。

輸出は下げ止まったが、中国経済は減速しているうえ消費中心の経済へ体質転換を模索しており、もはや資源需要の急速な回復を期待できる状況ではない。こうした弱い需要見通しに加え構造改革進展への不安から、企業も慎重な投資姿勢を維持するだろう。

2017年の実質成長率は0.8%に留まる見通しである。一方、インフレ率は5%台に落ち着いていく見通しなので、利下げは今後も実施され、2017年末の政策金利は10%台になるだろう。利下げの効果は2017年については限定的だろうが、2018年には一定の効果をもたらすと期待できる。本格的な回復は、次回大統領選が実施される2018年以降となるだろう。

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 2017 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>