

2014年6月20日

調査レポート

## ブラジル経済の現状と今後の展望

### ～ W杯&五輪の追い風があっても高成長できない理由は？ ～

ブラジル経済は、ルーラ政権発足(2003年)以降の10年間で、通年ベースの成長率がマイナスになったのは一度(2009年)だけであり、概ね堅調に推移してきた。ただ、四大新興国であるBRICsの中で見ると、ブラジルの経済成長率は、他の3カ国よりも明らかに低い。

ルーラ政権発足後のブラジル経済を回復させた最大の原動力は、レアル高と金利低下であった。これが追い風となり、また、金融へのアクセスが普及したことや、低所得層への給付金などの効果にも支えられ、個人消費が盛り上がった。こうした個人消費の堅調な増加がブラジルの景気拡大を支えてきた。

個人消費が盛り上がる一方で、投資については低調に推移しており、ブラジルの投資率は、南米主要国の中では最も低い。ブラジルの投資拡大を妨げているのは、ルーラ政権以降低下したとはいえ依然として高水準の金利、高い税率、政府の経済活動への過度の介入といった構造的・制度的要因である。

ブラジルの輸出は、鉄鉱石・大豆などの一次産品の中国向け輸出拡大によって牽引されてきたが、鉄鉱石価格下落により、足元の貿易黒字は縮小しつつある。その影響で、経常収支は赤字に転落しているが、金融収支が黒字であるため、外貨準備の目立った減少は見られない。ブラジルの外貨準備水準は、短期対外債務のカバー率や輸入支払能力などの指標から見て、特段の問題はなく、安全圏と言えるだろう。

日本企業は、非アジア新興国の中でブラジルを最も有望視している。世界第5位の人口を有し、今後20年間、労働力人口増加が予想されるブラジルは経済成長と消費市場拡大のチャンスに富んでいる。

他方、ブラジルは、所得分配の不平等性が著しく大きいため、競争や成長を促進する政策を採れば、ますます所得格差が広がってしまうというジレンマを抱えている。また、ブラジル・コストと呼ばれる制度的・構造的な問題が投資拡大を妨げており、これを解決するのは容易ではない。こうした点を考慮すれば、ブラジル経済がポテンシャルに富んでいるのは事実だが、今後、すぐに高成長軌道に乗ることができるかと言えば、それはかなり難しいと言わざるを得ないだろう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 副主任研究員 堀江 正人  
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2  
TEL: 03-6733-1070

はじめに ～ B R I C s の中で最も経済成長率が低いブラジル

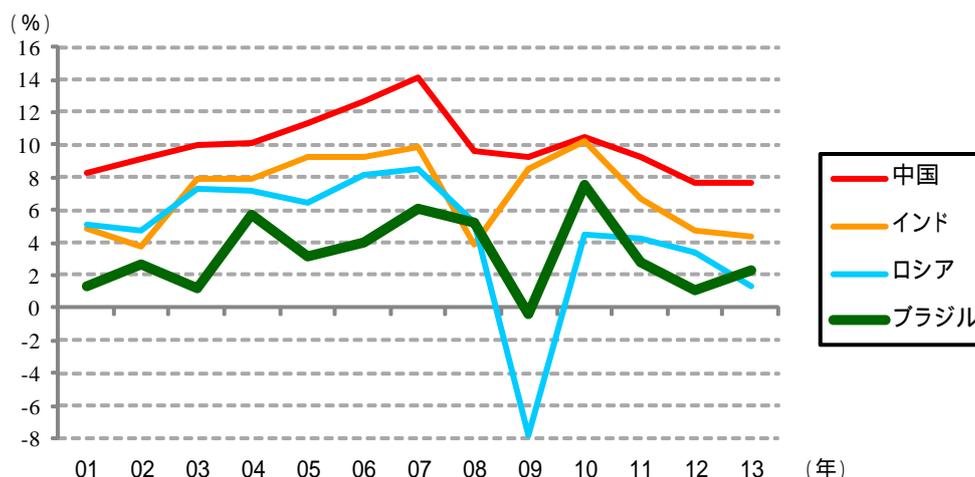
ブラジルは、国土面積（850万k㎡）も人口（2億人）も世界第5位という大国であり、しかも、鉄鉱石・原油などの豊富な資源にも恵まれ、南米大陸を代表する新興経済国である。2014年にはサッカーW杯大会、2016年にはリオデジャネイロ夏季五輪大会が開催されることで、国際的な注目度も高まっている。

ブラジル経済は、2000年代に入ってから、概ね堅調に推移しており、2000年から2013年までの間で、通年ベースの経済成長率がマイナスになったのは、一度（2009年）だけであった。ただ、四大新興国であるBRICsの中で見ると、ブラジルの経済成長率は、他の3カ国よりも明らかに低い傾向があり、2000年から2013年までの間で、経済成長率が7%を超えたのは2010年の7.5%（ただし、前年のマイナス成長の反動の影響がかなり大きい）だけであった。

また、足元の経済成長率を見ても、サッカーW杯やリオデジャネイロ五輪大会などのビッグ・イベント開催を控えているにもかかわらず、2013年の成長率は2.3%と低調であった。一方、ブラジル通貨レアルの対米ドル為替相場は下落傾向が続いており、さらに、ブラジルの株価も足元で低調な動きが続いている。

本稿では、近年のブラジル経済の動態的变化についてレビューし、世界有数の新興国であるブラジルの経済が低調に推移している構造的な原因を探る。そして、それをベースに、今後のブラジル経済の課題と方向性を展望する。

図表1．B R I C s 諸国の経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014

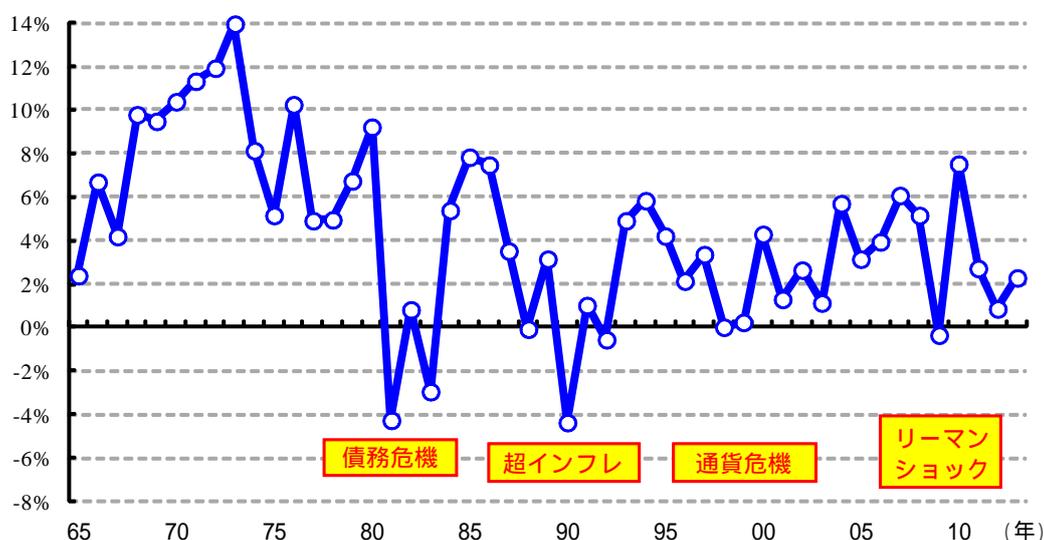
## 1. 最近のブラジル経済動向の概観

### (1) 1980年代以降、不安定化したブラジル経済

まず、最初に、ブラジル経済の長期的なトレンドをレビューしてみよう。

最近 60 年間の経済成長率の動きを見ると、ブラジル経済の長期的トレンドとして、「低成長化・不安定化」していることが読み取れる。下図のように、ブラジル経済は、1970年代に高度成長時代を迎えたが、それ以降の経済成長率は1970年代よりも低下しており、しかも不安定な動きを示していることがわかる。

図表2. ブラジルの経済成長率の長期トレンド



(出所) CEIC、IBGE

ブラジル経済が高度成長を遂げた1970年代には、工業化やインフラ投資拡大などに支えられて「ブラジルの奇跡」と賞賛されるほど目覚ましい経済成長を遂げ、経済成長率は一時14%に達するほどであった。しかし、1980年代以降は、マクロ経済が不安定化し、ほぼ10年ごとに経済危機に見舞われ景気が大きく失速するというパターンが繰り返された。

ブラジルは、1970年代の高度経済成長期に、主な資金調達源を対外借入に依存していたため、第2次石油ショック(1979年)後の世界的な金利上昇が引き金となり、1982年には対外債務返済不能に陥り、大幅な景気後退に直面した。その後、1980年代末には、財政規律を喪失してハイパーインフレーションに見舞われ、経済が破綻状態となった。そのハイパーインフレーションをようやく克服し財政金融が安定したのも束の間、1990年代後半には通貨危機に見舞われ、為替相場が短期間で急激に下落し、ブラジル経済は、またもや失速を余儀なくされた。

そして、ルーラ政権発足(2003年)後には、財政規律重視の経済運営により市場の信認が戻って為替相場は回復し、また、貧困層への所得移転や減税等の効果で個人消費が拡大

した。これで、ブラジル経済が漸く安定成長軌道に乗るとの期待が高まったものの、2008年のリーマンショック発生により、持続的高成長への道はまたしても頓挫する形となった。リーマンショック後の2010年には経済は急回復したものの、足元で景気は低迷しているという状況である。

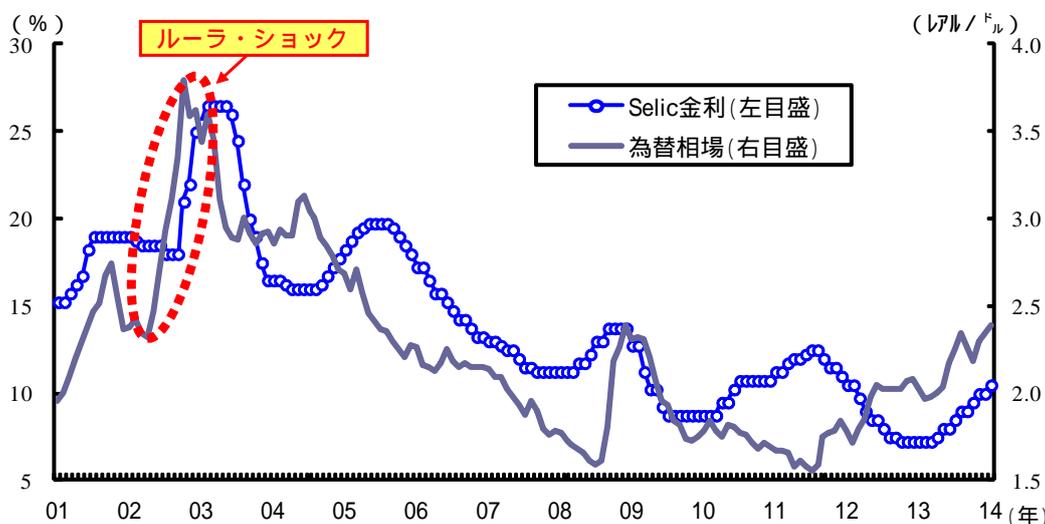
## (2) ルーラ政権以降の景気回復を支えたレアル高と金利低下

そもそも、ルーラ政権発足(2003年1月)後のブラジル経済を回復させた大きな原動力は、レアル高と金利低下であったと言える。

ブラジルの2002年の大統領選挙で労働党のルーラ党首が勝利した際には、当初、市場は動揺した。ルーラ党首は労働組合運動のリーダーとしてストライキを指揮したことで知られ、また、労働党は、ハイパーインフレーションを鎮静化させ金融・経済を安定化させたカルドーゾ前政権に対して「何でも反対」という敵対的なスタンスを取ってきた。このような政治家・政党が政権を握ったため、市場では、ブラジル経済の先行きに対する懸念が高まり、外国投資家による大規模な「ブラジル売り」が進んでレアルの為替相場が急落し(いわゆるルーラ・ショック)これに慌てた当局が通貨防衛のため金利を大幅に引き上げたことで、景気は失速を余儀なくされた。

しかし、その後、ルーラ政権は、市場の予想に反し、カルドーゾ前政権の政策を基本的に踏襲し、財政規律維持を重視する堅実な姿勢を示した。このため、ブラジルの経済運営に対する投資家のセンチメントが改善し、2003年以降、為替相場が上昇に転じ、これにもなって金利も低下した。こうした条件に支えられて、ブラジルの景気は、2004年以降、回復に向かった。

図表3. レアルの対ドル為替相場と政策金利(Selic金利)の推移

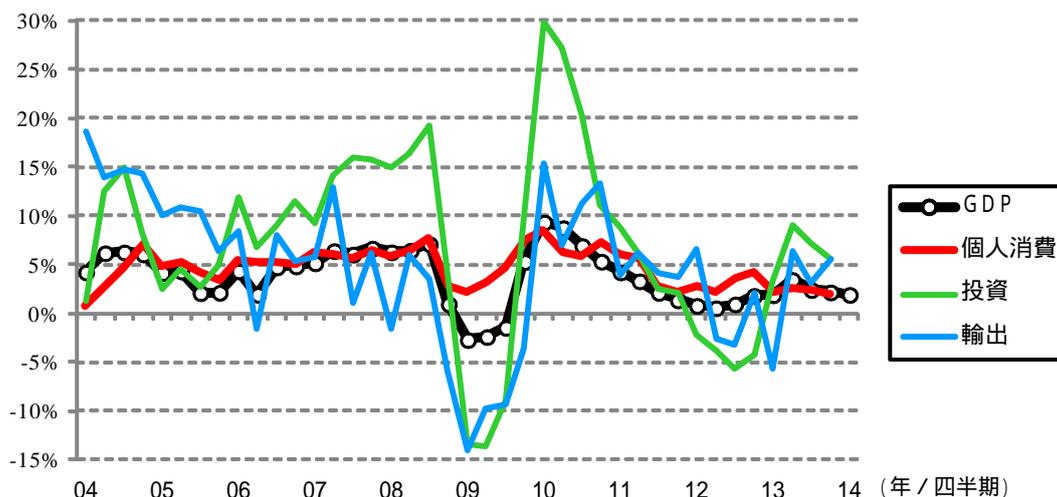


(出所) CEIC

### (3) 最近10年間のブラジルは内需主導で景気拡大

ブラジルのGDPの需要項目のうち、個人消費、投資、輸出の最近10年間の実質成長率(前年同期比)の動きを見ると、投資と輸出は振幅がかなり大きいのに対し、個人消費は一度もマイナス成長がなく安定的に推移している。需要項目の中では、個人消費が、ブラジルの景気を下支えしていることがうかがえる。

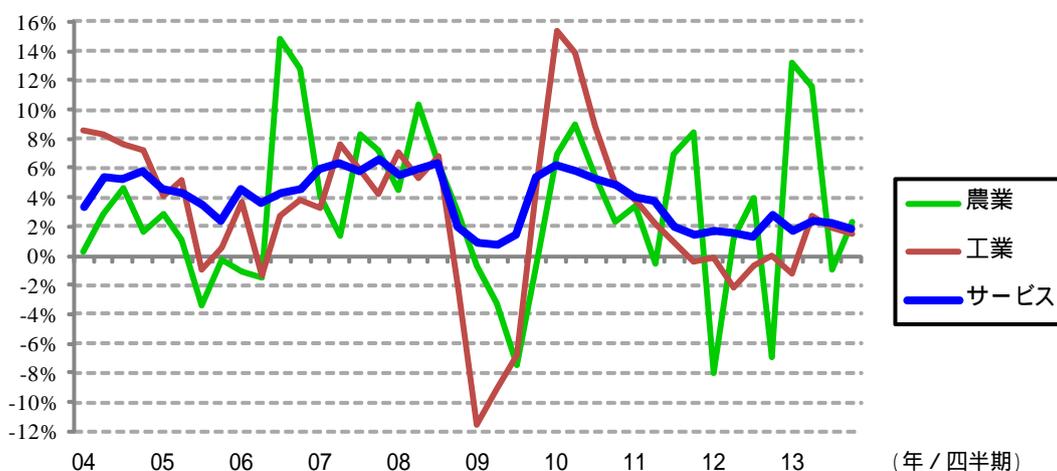
図表4. 実質GDP成長率と主な需要項目の伸び率(前年同期比)



(出所) CEIC

一方、GDPの産業別実質成長率(前年同期比)の最近10年間の動きを見ると、農業・鉱業の振幅が大きいのに対して、サービス業はマイナス成長が一度もなく安定的に推移している。ブラジル経済は、需要サイドでは個人消費、供給サイドではサービス業が下支えしており、内需主導型の景気拡大パターンであることが示されている。

図表5. 実質GDPにおける産業部門別成長率(前年同月比)の推移



(出所) CEIC

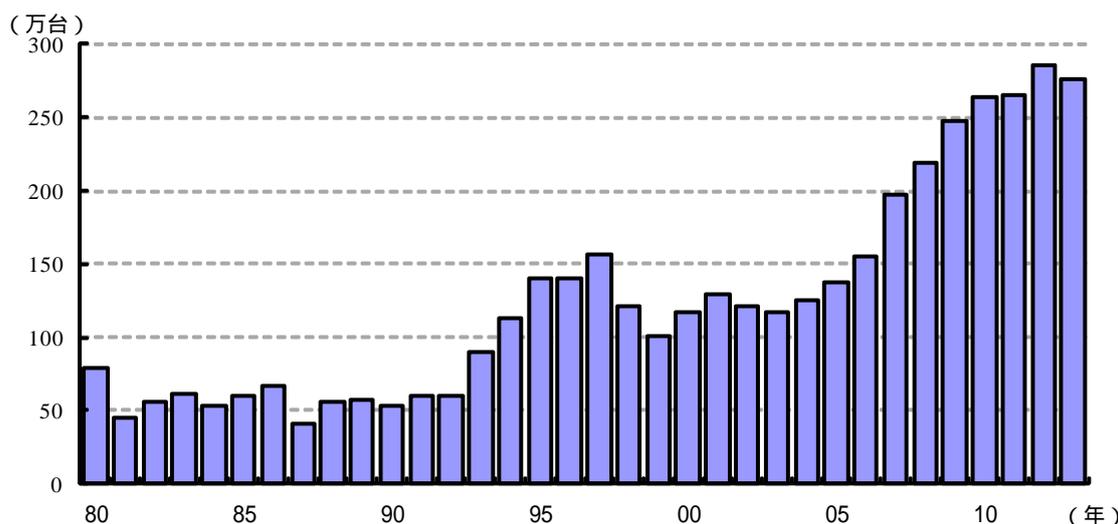
#### (4) 景気の押し上げ役となった個人消費 ～ 需要刺激策に反応し拡大

個人消費動向を読む上でのベンチマークである乗用車販売の動きを確認してみよう。

ブラジルの乗用車販売台数は、1995～2005年頃には、年間100～150万台程度で停滞していた。しかし、2005年以降、金利低下、レアル高などを追い風に販売台数が急増し、また、リーマンショック直後の2009年も、ブラジル政府が景気テコ入れのため自動車に対する工業税を減税したことにより、販売台数は増勢を維持した。しかし、9年連続で増加を続けてきた乗用車販売台数も、2013年には前年比減少となり、以前のような勢いを失いつつある。これは、自動車減税効果が一巡したことに加え、レアル為替相場下落、金利上昇などが逆風になったものと見られる。

このように、近年の乗用車市場の拡大に大きな影響を与えたのは、レアル高とそれにもなう金利低下、減税といった要因であったことが読み取れる。つまり、ブラジルの個人消費拡大が、主に需要刺激策によるものだったことが象徴的に示されていると言える。

図表6 . ブラジルの乗用車新車登録台数の推移



(出所) Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores

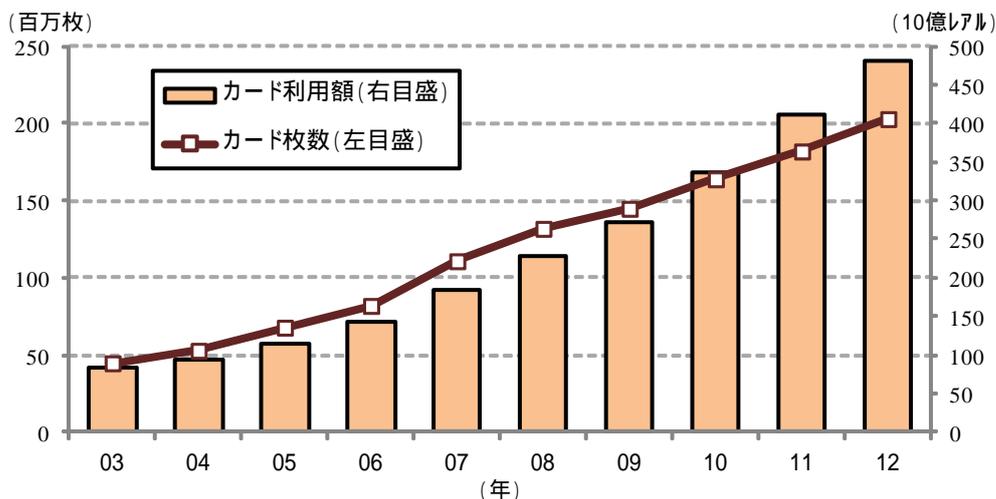
一方、個人消費を押し上げた要因として、金融面の要因も見逃せない。例えば、クレジットカードの普及である。

ブラジルでは、国民の所得水準が低いにもかかわらず、間接税・物品税等の税率が著しく高率であるため、消費財の価格がかなり高く、自動車や電気製品などの価格は日本を上回るほどである。こうした状況の下、所得水準が先進国よりもずっと低いブラジルで、価格の高い耐久消費財の販売を促進するためには、分割払いやクレジットカードなどの消費者金融の普及・拡大が欠かせない。

ブラジルでは、ルーラ政権発足当時(2003年)は政策金利(Selic金利)が25%を超えるほどの高水準であった。しかし、ブラジルの経済運営への信認が高まったことによるレアル相場回復を受けて、通貨防衛のために引き上げていた金利は低下し、リーマンショッ

ク直前には 11%まで低下した。こうした金利低下を追い風として、クレジットカードの普及が拡大し、2004～2012年の8年間で、クレジットカードの発行枚数は4倍に、クレジットカード利用額は4.5倍に、それぞれ増加した。このような金融へのアクセスの改善が、個人消費を押し上げる大きな要因になった。

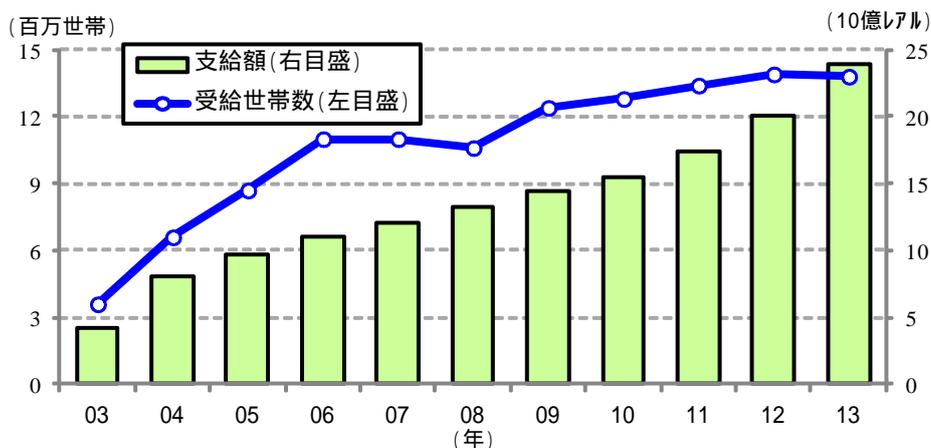
図表7．クレジットカードの発行枚数と利用額の推移



(出所) Federação Brasileira de Bancos

また、ルーラ政権による所得移転政策も、貧困層の収入増加を通じて消費押し上げに寄与した。ルーラ政権が始めた、ボルサ・ファミリア (Bolsa Família) と称する低所得世帯向けの給付金制度は、子供を就学させ予防接種を受けさせることなどを条件に、低所得層に対して給付金を支給するというものであった。給付金制度発足からの10年間で、ボルサ・ファミリアの受給世帯数は4倍に、支給額は5倍に、それぞれ増加した。

図表8．ボルサ・ファミリア受給世帯数と支給額の推移

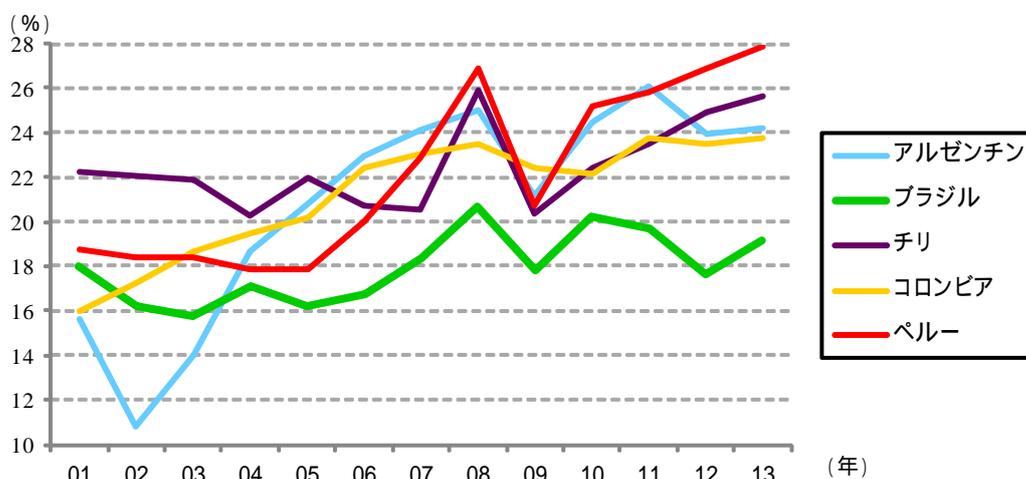


(出所) 社会開発飢餓撲滅省 (Ministério do Desenvolvimento Social e Combate à Fome)

ボルサ・ファミリア受給者数は約 4000 万人で、貧困層の大半をカバーするものであった。特に、アフリカ系住民が多く貧困層の比率が高いブラジル北東部では、この制度により低所得層の可処分所得が増加<sup>1</sup>したため、個人消費が拡大したとされる。

( 5 ) 盛り上がらない投資 ~ 高金利、重税、政府の規制過多が投資阻害要因に  
 ブラジルの個人消費が底堅く伸びてきたのに対し、投資（固定資本形成）に関しては不振が続いている。例えば、投資率（固定資本形成 / 名目 GDP）の動きを見ると、最近 10 年間、ブラジルは、南米主要 5 カ国の中で最も低くなっており、しかも他の 4 カ国は投資率が上昇傾向にあるのに対して、ブラジルだけが停滞傾向を示している。

図表 9 . 南米主要 5 カ国の投資率（固定資本形成 / GDP）



( 出所 ) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014

サッカーW杯とオリンピックの 2 大イベントが相次いで開催されるという強力な追い風があるにもかかわらず、なぜブラジルの投資が盛り上がらなかったのか？

その理由としては、ブラジル特有の構造的・制度的要因が投資を阻害しているとする見方が多い。特に、ブラジルの金利と税負担が著しく高く、それが民間企業の投資意欲を妨げていることが問題視されている。ルーラ政権発足以降低下したとはいえ、ブラジルの金利水準は依然として高く、政策金利でさえ 2 桁台である。また、政府が、財政的な余力に乏しいため、公共投資を十分に実施することができないことも投資率の低さの一因である。さらに、政府は、港湾や鉄道などのインフラ整備に民間資本を活用しようとしているが、入札条件を巡って民間事業者との調整に時間がかかり、その結果、入札が遅れ、建設工事に着手できなくなっているケースもある。こうしたことも、足元で投資が増えていない一因と見られている。

他方、ブラジルは、政府による経済活動への介入過多が以前から指摘されており、例え

<sup>1</sup> 他方、ボルサ・ファミリアには、受給者の経済的自立を妨げる弊害もあると指摘されている。例えば、貧困層の人々が、ボルサ・ファミリア受給によって勤労意欲を喪失してしまい、働くのをやめてしまうケースがあると報告されている。

ば、憲法で賃下げが禁止されているなど労働者が過剰に保護されており、また、技術ロイヤルティの海外送金規制が厳しいことなど、投資家の意欲を削ぐような制度的問題が多いとされている。こうしたことは、「ブラジルは競争や成長を放棄している」というネガティブなイメージを投資家に与えてしまい、それが、ブラジルでの民間投資拡大を妨げる結果になっていると懸念する声も多い。

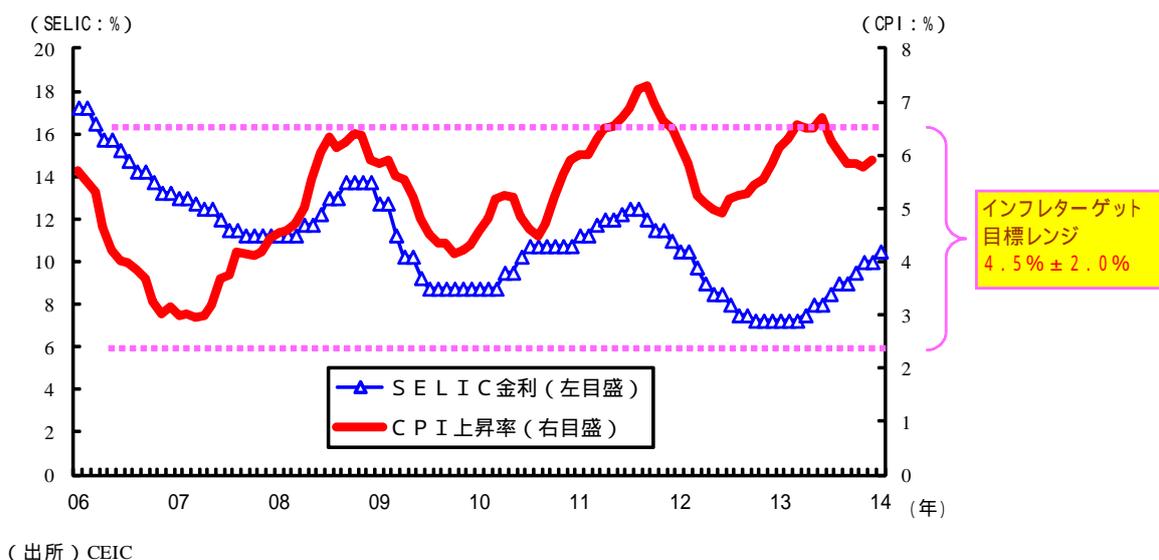
(6) インフレ圧力が高まるブラジル ~ 利上げによる景気鈍化への懸念

ブラジルの金融政策は、物価上昇圧力が高まれば利上げで対応するというインフレターゲット制を基軸としている。2006年以降、ブラジル中銀は、CPI上昇率前年同月比4.5%を中心に±2.0%を目標レンジとしてインフレターゲットの運用を行っている。

最近8年間のインフレ率の動きを見ると、2007年初頭には、3%を切るほど安定していたが、その後は上昇傾向にあり、2011年上半期と2013年上半期には、目標レンジの上限(6.5%)を超えた。

2013年6月には、バス料金値上げへの反対運動をきっかけに、全国主要都市でデモが拡大し、ルーラ政権を引き継いだ同じ労働党のルーセフ大統領の支持率が急落した。この事件は、インフレ率の上昇が、低所得層や中間層の生活に打撃を与え、それが政府への信認低下にもつながっていることを明らかにした。事態を重視した当局は、足元で景気が鈍化しているにもかかわらず、インフレ圧力抑制を最優先し、政策金利の引き上げを続けてきた。しかし、この利上げによって、今後の景気回復が妨げられてしまう危険性が増大することを懸念する声もある。

図表10. インフレ率と政策金利の推移



( 7 ) 財政規律は維持 ~ ただし、プライマリーバランス黒字は縮小傾向

ブラジルに対する国際的信認のカギを握るのが、財政の健全性確保であった。

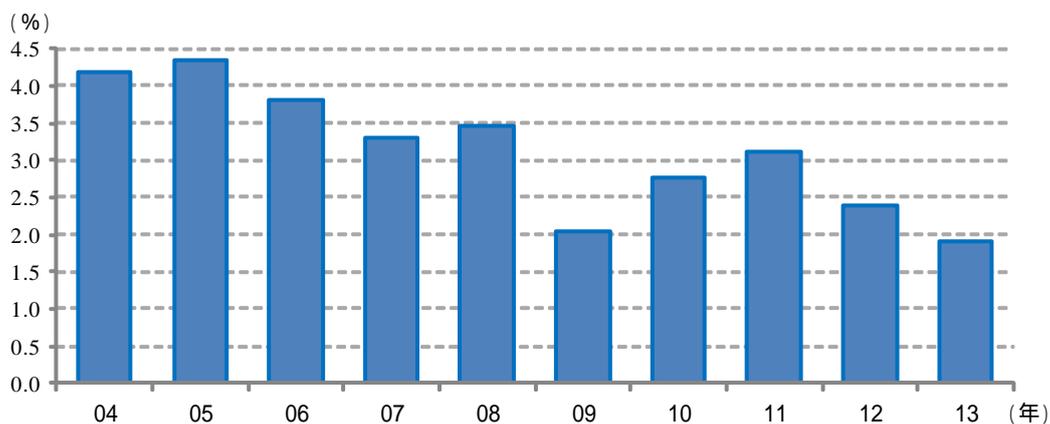
ブラジルは、1980年代後半から1990年代前半にかけて、放漫財政が原因で財政赤字と公的債務残高が野放図に拡大し、それに対応するため紙幣増刷を行ったことが引き金となり、一時は年率3000%にも近づくほどの異常なハイパーインフレーションに陥った。

こうした状況をもたらす元凶となった財政赤字と公的債務膨張の再現を防ぐため、ブラジル政府は、1999年以降、財政におけるプライマリーバランス黒字確保をコミットしている。

2003年に労働党のルーラ政権が発足して以降も、プライマリーバランスは一応確保され、これが、投資家のブラジルへの信認を高め、それにより、下落していたレアル相場が回復に転じたことが、金利低下と景気拡大につながったと言える。

ただ、その後、労働党政権によるバラマキ（各種補助金等の増加）の影響で、プライマリーバランス黒字の対GDP比率は減少傾向にある。2012年のプライマリーバランス黒字は、GDP比3.1%が政府目標とされたが実際は2.4%にとどまり、2013年のプライマリーバランス黒字も、政府目標GDP比2.3%に対して実際は1.9%にとどまった。市場では、ブラジル政府の財政健全化に対する姿勢を疑問視する見方も広まりつつあり、政府の経済運営への信認低下にもつながりかねない状況となっている。

図表 1 1 . プライマリーバランスの対GDP比率の推移



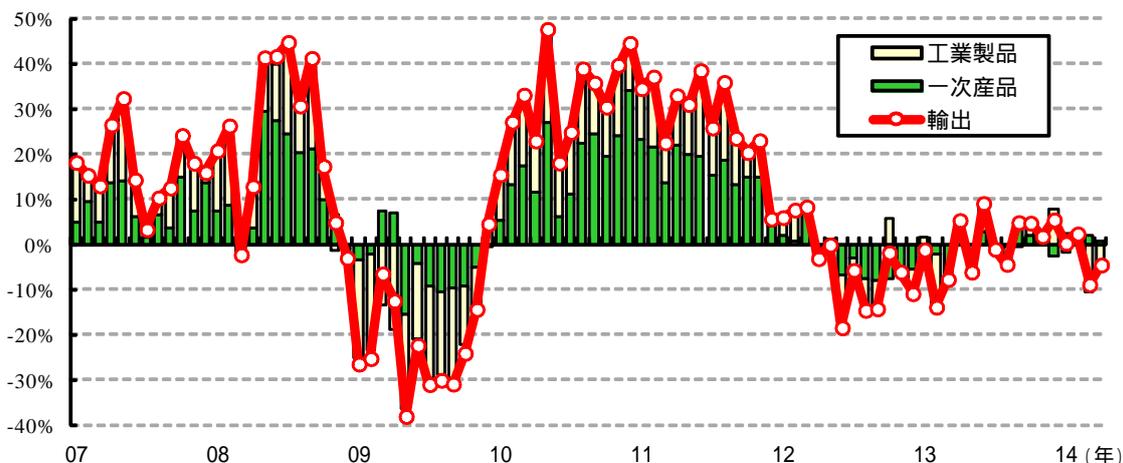
( 出所 ) Banco Central do Brasil

## 2. 輸出と国際収支 ～ 拡大する経常赤字とそれをカバーする金融収支黒字

### (1) 輸出のメインは一次産品 ～ 中国の「資源爆食」で鉄鉱石の対中輸出拡大

ブラジルの輸出動向は、主要輸出品目である一次産品の動きに大きく影響される。特に、リーマンショック直前および2010～2011年における輸出急増は、一次産品輸出の拡大による影響が大きかったことが示されている。また、近年の輸出の伸び悩みも、一次産品輸出の伸びの低迷が響いていることがうかがえる。

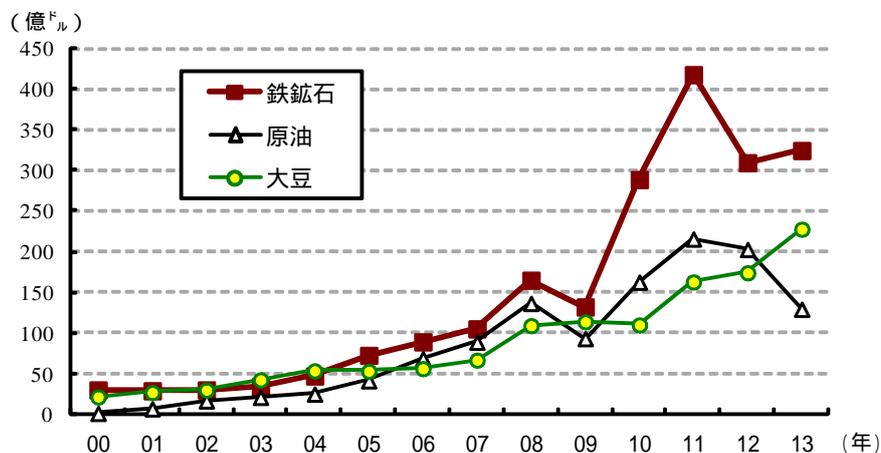
図表12. 輸出の伸び率（前年同月比）と品目別寄与度



(出所) CEIC

ブラジルの品目（HS4 桁コード）別の輸出額を見ると、2013年実績で最も多いのは鉄鉱石であり、次いで、大豆、原油の順となっており、上位3品目を一次産品が占めている。最近のブラジルの輸出を左右しているのは鉄鉱石である。2010～2011年の輸出拡大の原動力は、鉄鉱石の輸出増であった。また、足元の輸出伸び悩みも、鉄鉱石と原油の輸出低調が大きく影響していることがうかがえる。

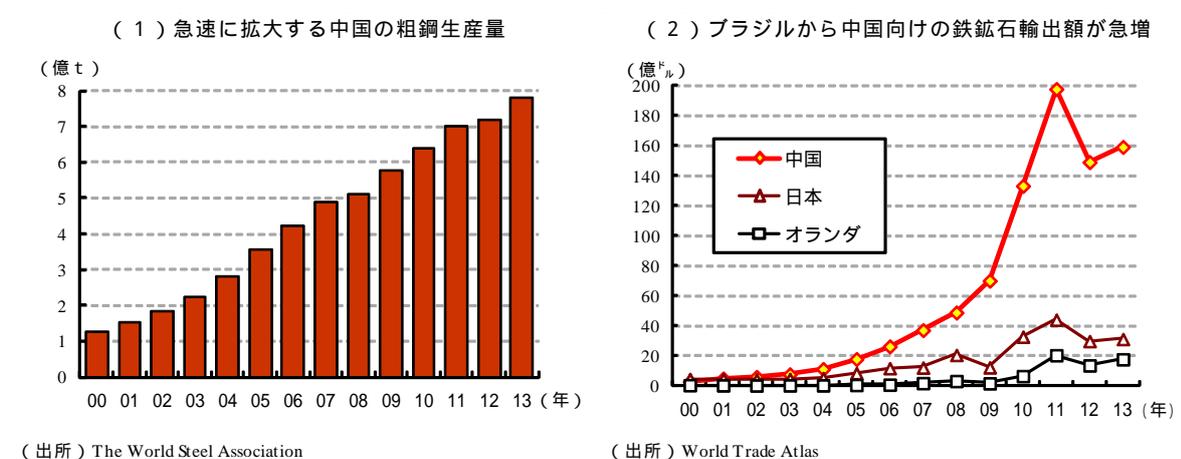
図表13. ブラジルの輸出 ～ 上位品目の輸出額推移



(出所) World Trade Atlas

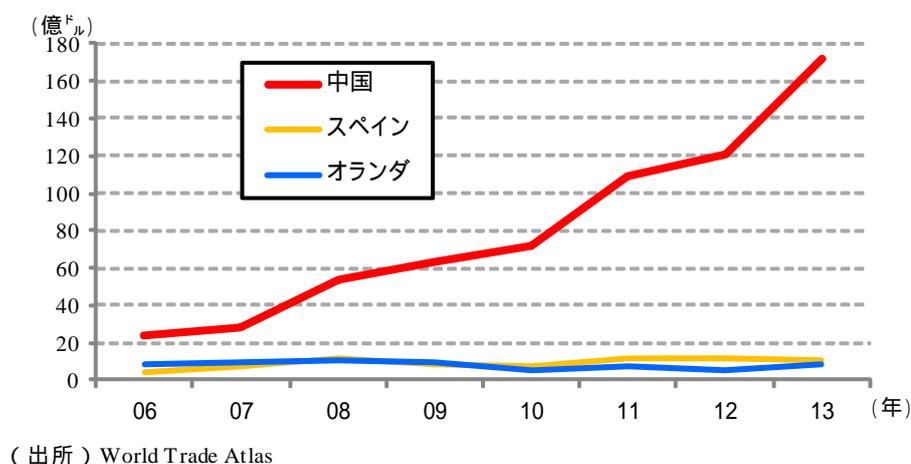
ブラジル最大の輸出品目である鉄鉱石は、近年、急速に伸びてきたが、それを支えてきたのが、中国向け輸出の急増であった。その背景には、中国の鉄鋼生産の急拡大があった。中国の粗鋼生産量は、2000年には1億トン程度にすぎなかったが、2011年には7億トンに達するという驚異的なペースで増加してきた。中国は、急激な粗鋼増産に伴う原料確保の必要性から、ブラジル産鉄鉱石の輸入を増やし、ブラジルの中国向け鉄鉱石輸出は、2001年から2011年までの10年間で40倍にまで拡大した。このように、ブラジルの鉄鉱石輸出は、中国の「資源爆食」に牽引される形で拡大してきたが、2012年には、中国向け鉄鉱石輸出は減少し、2013年は、前年比微増にとどまっている。

図表14. 中国の粗鋼生産量とブラジルの鉄鉱石輸出先（上位3カ国）



一方、第2位の輸出品目である大豆も、鉄鉱石と同様に、中国向け輸出に大きく依存している。ブラジルの大豆輸出の大半が中国向けであり、近年、中国向け輸出額は急激に増加している。

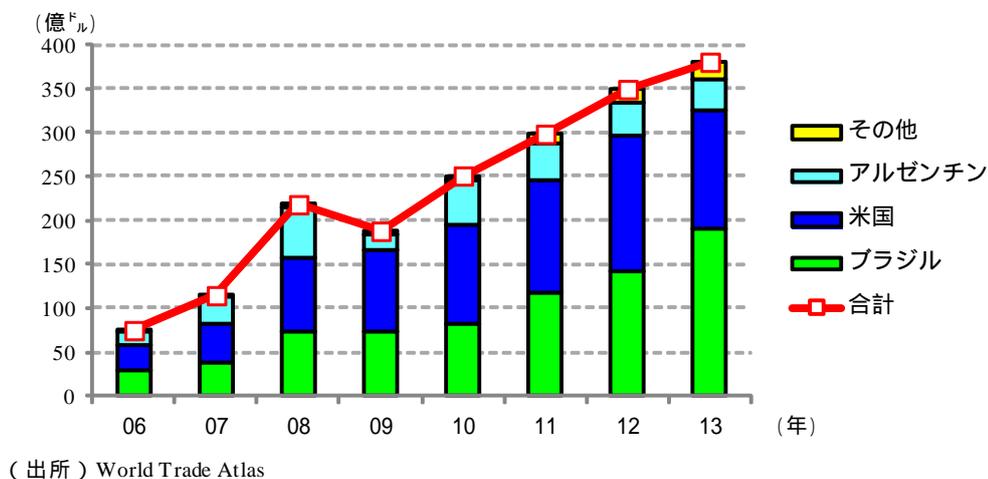
図表15. ブラジルの大豆輸出先上位3カ国



他方、中国の大豆輸入先は、1位がブラジル、2位が米国、3位がアルゼンチンである。近年、中国の大豆輸入は、米国からの輸入が減少する一方、ブラジルからの輸入は増加

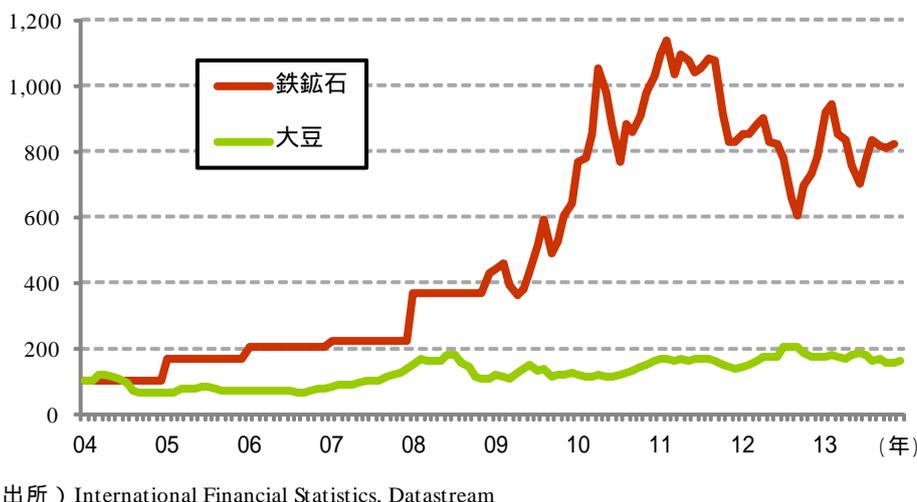
しており、大豆調達先としてのブラジルの重要性が高まっていることがうかがえる。

図表 1 6 . 中国の大豆輸入相手国



ブラジルの鉄鉱石輸出額が足元で減少している大きな原因は、鉄鉱石価格の下落であると見られる。鉄鉱石価格は、最近のピークであった 2011 年頃と比べて、足元では 2 / 3 程度に下がっている。一方、第 2 位の輸出品目である大豆については、価格があまり変動しておらず、輸出額も増勢を維持している。

図表 1 7 . 鉄鉱石と大豆の価格の推移 (2004 年 1 月 = 100 として指数表示)



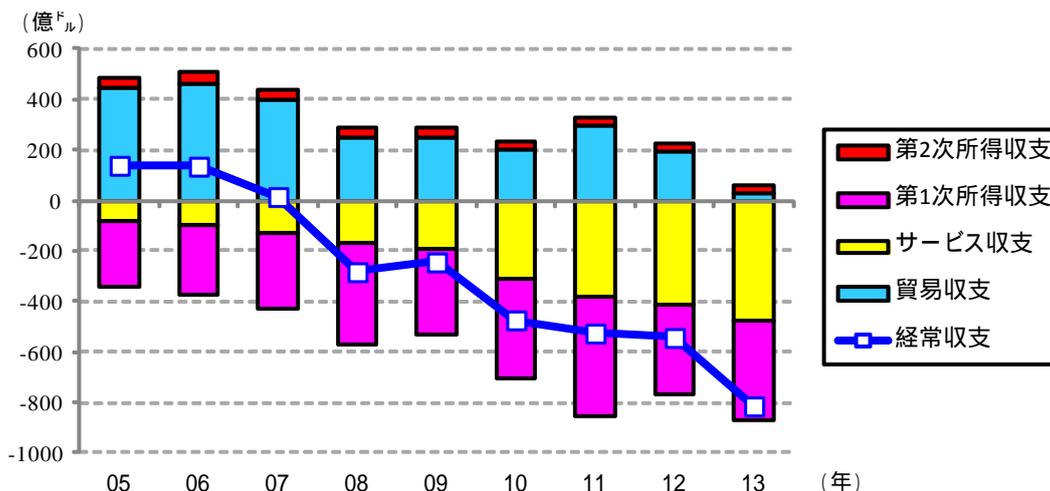
## ( 2 ) 国際収支 ~ 経常収支赤字をオフセットする金融収支黒字

近年のブラジルの経常収支を見ると、2008 年に赤字転落し、それ以降、赤字が拡大し続けている。経常収支の主な収支項目の動きを確認しておこう。貿易収支については、リーマンショック以前は資源輸出ブームを反映し大幅な黒字であったが、近年は、輸入が急増する一方で輸出が伸び悩んでいるため、黒字が縮小している。一方、輸入増加の影響で輸

入運賃支払いが増えたことなどにより、サービス収支は赤字が拡大している。

また、第1次所得収支も恒常的に赤字である。これは、ブラジルの金融、通信、リテール、自動車などの業種を中心に外資系企業のプレゼンスが大きいことを背景に、こうした企業による多額の利益本国送金の影響で、赤字になっているものと見られる。

図表18. ブラジルの経常収支および主な収支項目

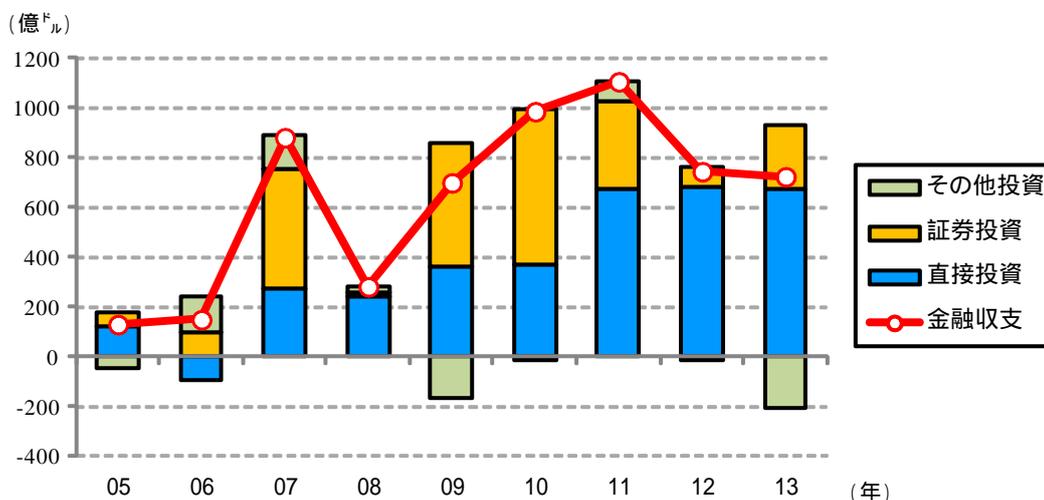


(出所) IMF, International Financial Statistics

上述のように、経常収支は近年赤字が拡大しているものの、その赤字は、金融収支黒字によってほぼオフセットされているため、外貨準備が大きく減少するような状況ではない。

金融収支の収支項目別の動きを見ると、金融収支黒字の大部分は、直接投資流入超過によってもたらされていることがわかる。国際収支の安定性という観点からすれば、経常赤字が、足の速いホットマネーではなく、安定的な資金である直接投資によってファイナンスされているという構造は、外貨繰りの面での安全性が高いと言えるだろう。

図表19. ブラジルの金融収支および主な収支項目



(出所) IMF, International Financial Statistics

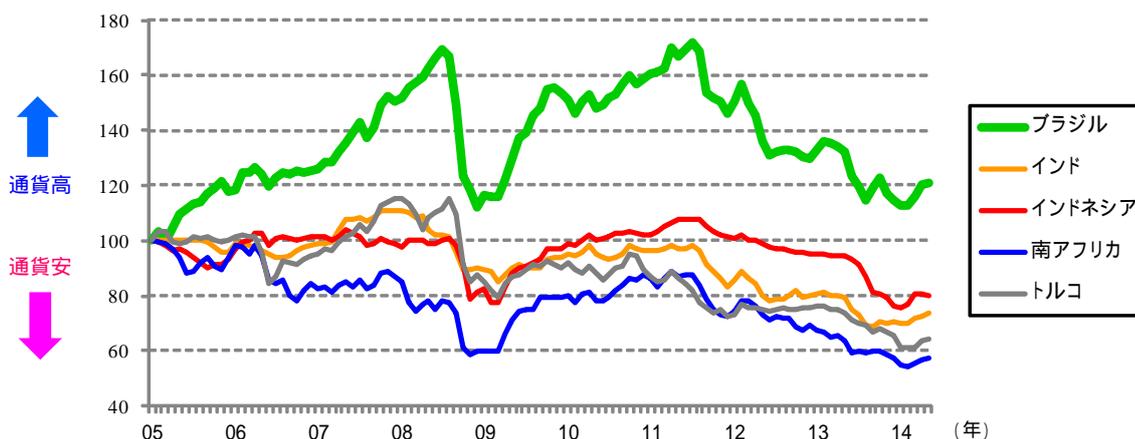
### 3. ブラジルの為替、株価、外貨準備 ~ ブラジルは「フラジャイル」か？

(1) 為替・株価の水準 ~ フラジャイル・ファイブの中でのブラジルの位置付け

G20の新興国(11カ国)の中でも、経常赤字の対GDP比率が足元で大きいのは、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5カ国であり、この5カ国は、金融市場で「フラジャイル・ファイブ」などと呼ばれている。フラジャイル・ファイブの各国通貨の対ドル為替相場の動きを見ると、2005年初頭と比較した場合に、足元では、ブラジル通貨レアルが他の新興国通貨よりもかなり高くなっていることがわかる。

しかし、ブラジルのマクロ経済指標を見ると、前述のように、景気は足元で鈍化しており、また、経常収支は赤字に陥っている。これは、マクロ経済の不均衡を調整するために、今後、レアルの為替相場が切下がる可能性が高いことを示唆している。

図表20. フラジャイル・ファイブの通貨の対ドル為替相場  
(2005年1月=100として指数表示)



(出所) CEIC

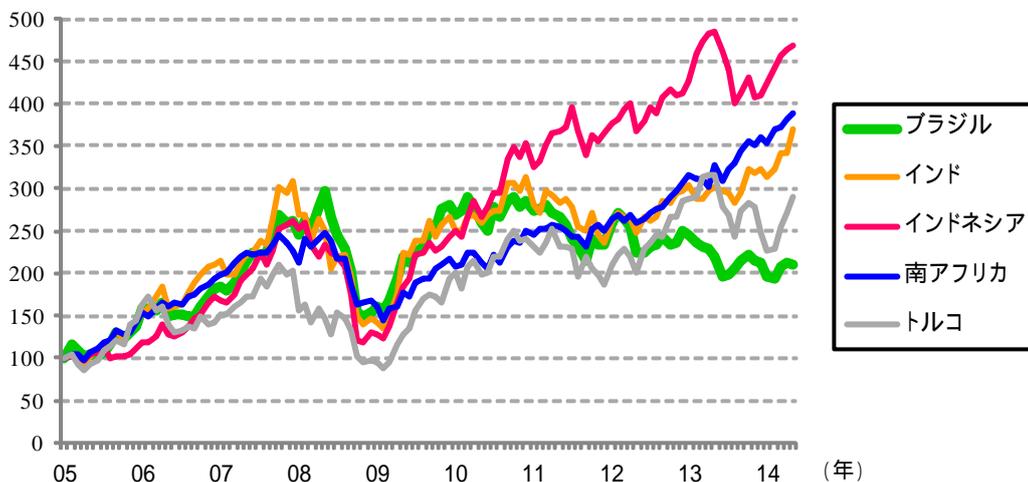
一方、フラジャイル・ファイブの株価を比較してみると、2005年初頭と比較した場合に、足元では、ブラジルが他の新興国よりも低くなっていることがわかる。

これは、ブラジルで、インフレ圧力の高まりから、中銀が2013年4月以降利上げを余儀なくされていることや、内需も輸出も低調であることが影響しているものと見られる。

また、市場では、政府の経済活動への介入過多がブラジル企業の収益低下<sup>2</sup>をもたらし、それが株安に影響しているとの見方もある。一方、2014年秋に実施される大統領選挙の結果を見極めようという様子見の姿勢を見せる投資家も多い。このことも、株価上昇への重しになっていると見られる。

<sup>2</sup> 例えば、石油会社ペトロブラスは、ガソリンやディーゼル油の国内販売価格を政府の指示で抑制していることなどから、収益性が低いとして、投資家から不満の声が上がっている。また、銀行についても、国営長期信用銀行BNDESが、政策金利よりも低い金利で貸出を行っているため、貸出市場が歪められており、民間銀行の収益が圧迫されているといった批判の声がある。

図表 2 1 . フラジャイル・ファイブの株価の推移  
(2005年1月 = 100 として指数表示)

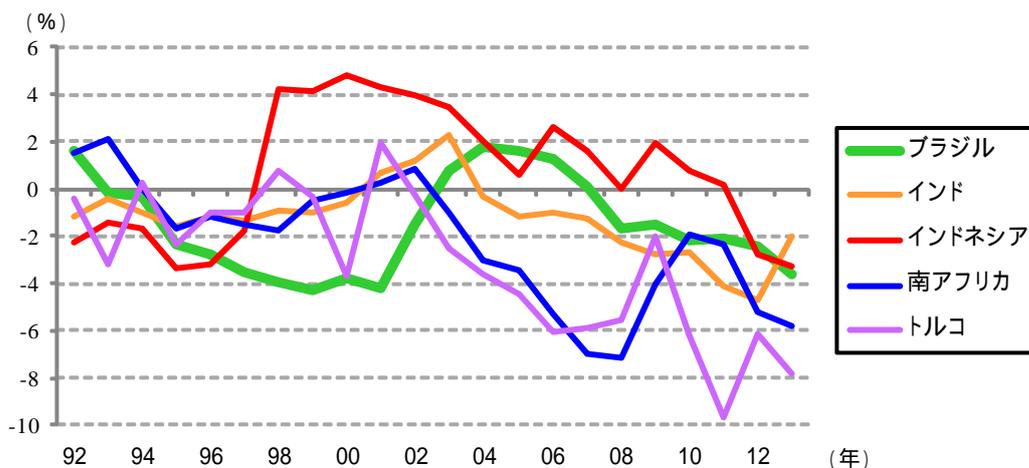


(出所) CEIC

(2) ブラジルの外貨準備水準 ~ 「フラジャイル」と見るべきか？

前述のように、G20の新興国の中でも、経常赤字の対GDP比率が足元で大きいのが、「フラジャイル・ファイブ」と呼ばれるブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5カ国である。ただし、ブラジルの経常赤字対GDP比率は、この5カ国の中ではそれほど大きくはない。

図表 2 2 . フラジャイル・ファイブの経常収支対GDP比率

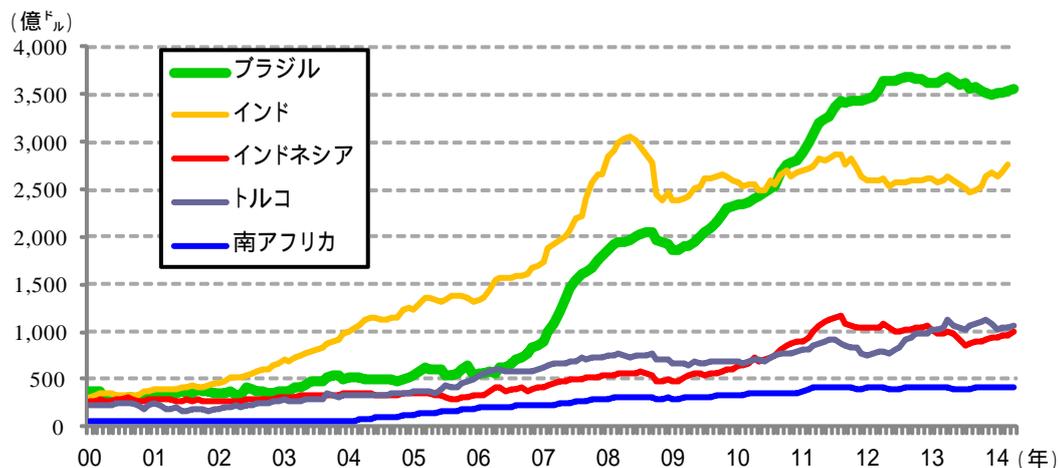


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014

また、既に述べたように、経常収支が赤字ではあるものの、それが金融収支黒字でオフセットされている。このため、ブラジルの外貨準備は、大きく減少する状況にはない。ま

た、フラジャイル・ファイブの中で、ブラジルの外貨準備の水準は抜きんでて高い

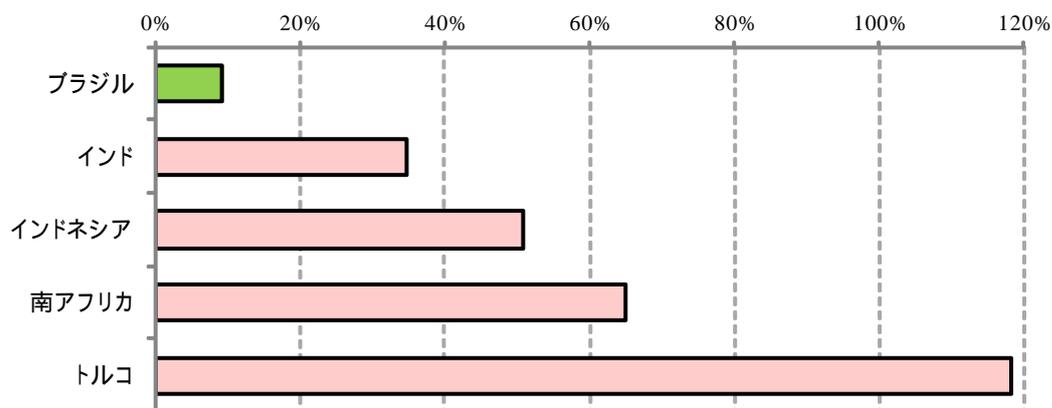
図表 2 3 . フラジャイル・ファイブの外貨準備の推移



(出所) Datastream

外貨準備水準の安全性について、短期対外債務残高との関係に着目して検討してみよう。短期対外債務残高を外貨準備で割った値を、前述のフラジャイル・ファイブの中で比較すると、トルコのように 100%を超えるケースでは、当該年に支払期限が到来する短期対外債務を外貨準備保有高だけではカバーできないことが示されており、その意味で、対外債務危機発生リスクが相対的に高いと見なされる。一方、ブラジルの場合は、同数値が 9%と低いため、対外債務危機発生リスクは相対的に低いと見ることができる。

図表 2 4 . フラジャイル・ファイブの短期対外債務の外貨準備に対する比率 (2013 年末時点)



(出所) 外貨準備はDatastream, 短期対外債務はJoint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub

さらに、輸入支払能力という観点から外貨準備の安全性を検討してみると、一般的な目安として、外貨準備高 / 月間輸入額の数値が 3 カ月分以上必要とされているが、ブラジルの場合は同数値が 10 カ月分を超えており、安全性に特段の問題はないと言える。

#### 4. ブラジルのチャンスと課題 ~ ポテンシャルに富む一方、構造的問題も

##### (1) 市場としてのポテンシャルに富むブラジル ~ 非アジア新興国の中で最有望

ブラジルは、世界第5位の人口を有し、今後の経済発展の余地が大きいという点では、間違いなく有望な新興市場である。

例えば、国際協力銀行（JBIC）の海外直接投資アンケート調査結果における有望国ランキング（中期的スパン）を見ても、ブラジルのランキングが2005年以降上昇しており、2010年以降、非アジア新興国の中でのランキングは、ブラジルが最も高くなっていることがわかる。これは、アジア以外の新興国で日本の製造業が最も有望視している国はブラジルであることを物語っている。

そもそも、日本企業のブラジルへの関心が高まったのは、ブラジルが高度成長期を迎えた1970年代であり、豊富な天然資源と巨大市場としての潜在力が評価され、多数の日本企業がブラジルに進出した。ただ、本稿で既に述べたように、1980年代以降、ブラジル経済が財政金融面の脆弱さなどから破綻したため、日本企業がブラジルに見切りをつけ撤退するケースが相次いだ。こうした経緯から、近年の日本企業のブラジルへの関心の高まりは、ブラジル・ブームの「始まり」というよりも「再来」と言う方が適切である。

図表25. 日本の製造業から見た有望国（今後3年程度の中期的スパン）

順位	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
1位	中国	インドネシア							
2位	インド								
3位	タイ	ベトナム	ベトナム	ベトナム	ベトナム	ベトナム	タイ	インドネシア	タイ
4位	ベトナム	タイ	タイ	ロシア	タイ	タイ	ベトナム	タイ	中国
5位	米国	米国	ロシア	タイ	ロシア	ブラジル	インドネシア	ベトナム	ベトナム
6位	ロシア	ロシア	米国	ブラジル	ブラジル	インドネシア	ブラジル	ブラジル	ブラジル
7位	韓国	ブラジル	ブラジル	米国	米国	ロシア	ロシア	メキシコ	メキシコ
8位	インドネシア	韓国	インドネシア	インドネシア	インドネシア	米国	米国	ロシア	ミャンマー
9位	ブラジル	インドネシア	韓国	韓国	韓国	韓国	マレーシア	米国	ロシア
10位	台湾	台湾	台湾	台湾	マレーシア	マレーシア	台湾	ミャンマー	米国

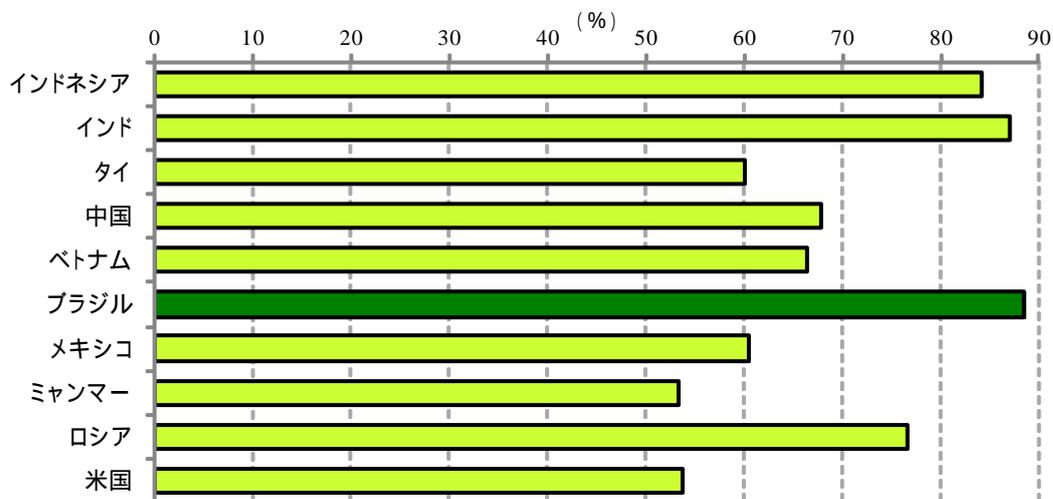
（出所）国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」（各年版）

2013年度の上記JBICアンケートにおいて、ブラジルを有望と回答した企業に対し、有望理由を尋ねたところ、最も回答率が高かったのは、「現地マーケットの今後の成長性」であり、回答率は88.5%と、2番目に回答率が高かった「現地マーケットの現状規模」の31.0%を遥かに上回った。

因みに、2013年度の上記JBICアンケートで「現地マーケットの今後の成長性」を有望理由として回答した比率を国別にみると、有望ランキング上位10カ国の中ではブラジルが最も高いことがわかる。つまり、日本の製造業がブラジルを有望視する理由は、専ら、市場としての成長ポテンシャルの大きさにあり、その点に関するブラジルへの期待度は相当

高いことがうかがえる。

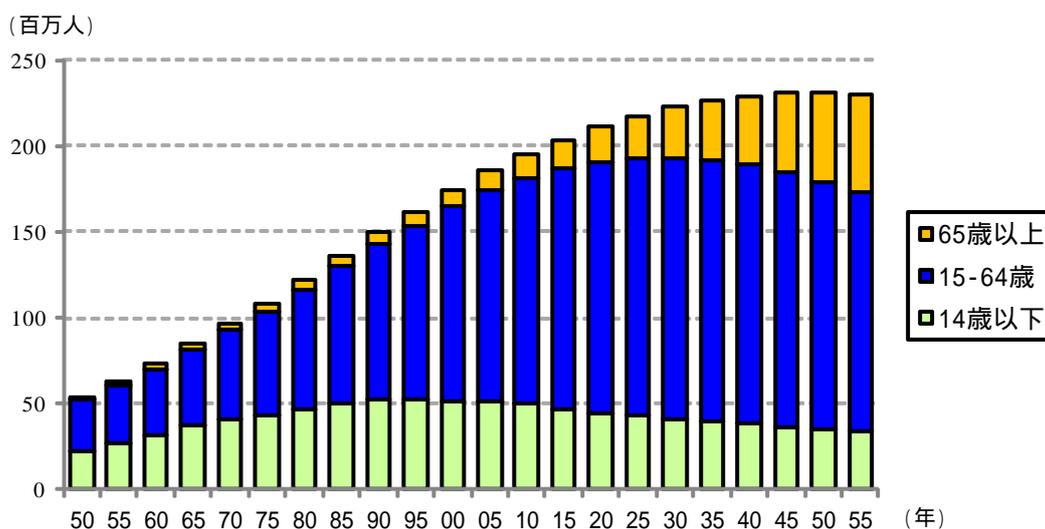
図表 2 6 . 有望理由に「現地マーケットの今後の成長性」と回答した企業の比率



(出所) 国際協力銀行「2013年度海外直接投資アンケート結果」

実際、国連の人口推計によれば、ブラジルの総人口は 2050 年まで増え続け、生産年齢人口 (15-64 歳) は、2035 年まで増え続けると予測されている。つまり、あと 20 年は、経済活動の担い手が増え続けるということであり、その意味では、今後も経済成長と消費市場拡大のチャンスは大きいと言える。

図表 2 7 . ブラジルの年齢階層別人口の推移と予測



(出所) United Nations, World Population Prospects: The 2012 Revision

( 2 ) 所得分布の不平等がブラジルの大きな問題

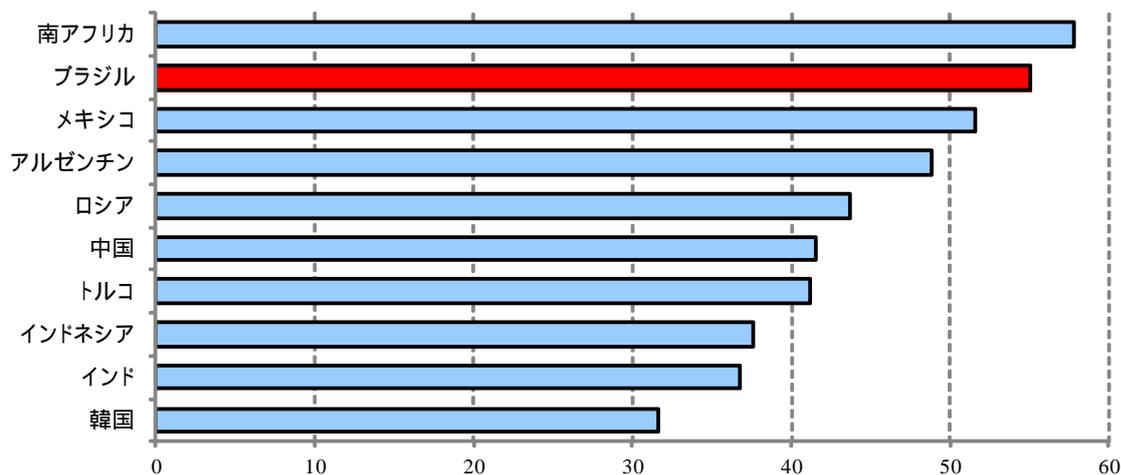
経済活動の担い手である人口が今後も増加し続けることは、ブラジル経済を拡大させるという点では間違いなくプラス材料である。しかし、他方で、経済活動によって得られた富の配分という点に関しては、ブラジルは著しく不平等である。これは、以前からブラジル社会の大きな問題として指摘されてきた。

実際、所得分布の不平等を測る指標であるジニ係数( 係数が高いほど所得分布が不平等 ) を見ると、G20 に含まれる新興国 ( 除くサウジアラビア ) の中で、ブラジルは南アフリカに次いで高くなっていることがわかる。

所得分布の大きな不平等という構造が是正されなければ、経済成長を達成しても、その成果が高所得層ばかりを潤すことになり、それによって低所得層の不満が増大し、社会的な緊張を高めてしまう危険性がある。

上記のように所得分布の不平等性が顕著であるため、ブラジル政府は、どうしても所得再配分的な経済政策を優先せざるを得ず、そのために、競争力や成長力を高めるような経済政策は後回しになるという傾向が生じてしまった。しかし、だからと言って、成長・競争をより重視するならば、所得分布の不平等がますます拡大するリスクが高まる。これが、ブラジル経済の抱える大きなジレンマであると言えよう。

図表 2 8 . G 2 0 の新興国 ( 除くサウジアラビア ) の所得のジニ係数 ( 2000-2010 年平均 )



( 出所 ) HumanDevelopment Report 2010

(3) 経済成長を阻害しているブラジル・コストの問題

ブラジルは、経済発展の可能性に富むとされる一方で、以前から、ビジネス環境に問題が多いと指摘されてきた。実際、世界銀行の「Doing Business 2014」におけるビジネスのしやすさランキングを見ても、ブラジルは189カ国中116位であり、G20のメンバー国でブラジルより同ランキングが低い国は、インドネシア、アルゼンチン、インドだけである。

ブラジルのビジネス環境については、特に、「ブラジル・コスト」と呼ばれる問題が外国投資家を悩ませてきた。

ブラジル・コストと称される問題の代表例は、税金の種類の高さと税率の高さ、労働者寄りの労働法制、著しく高い金利、インフラのサービス水準の低さとコストの高さ、などであるが、これらに加えて、通関の非効率性や、治安の悪さに対応するためのセキュリティコストの高さ、といった事項もブラジル・コストに含まれることが多い。

こうしたブラジル・コストの存在が、外資系企業にブラジル進出を躊躇させ、それが雇用拡大を阻害し、経済成長を阻んでいるというのが、在ブラジル日本企業の間で共通の認識となっている。

ブラジル・コストと認識される問題の多くを解決するためには、政府部門の効率化や経済活動への政府介入の減少が必須要件である。

それには、経済政策をネオ・リベラリズム的な方向（すなわち、自由化を基本とする競争・効率の重視）へ転換する必要があるが、現在の労働党政権のもとでは実施困難であると言わざるを得ない。

2014年秋の大統領選挙では、労働党のルーセフ現大統領が優勢と見られており、そうした情勢を踏まえれば、ブラジル・コストの早期解決は期待薄であると言わざるを得ないであろう。これは、ブラジル経済の成長を妨げる構造的な要因を取り除くのは容易ではなく、今後も、経済成長率が低いまま推移する公算が高いことを示唆するものと言えよう。

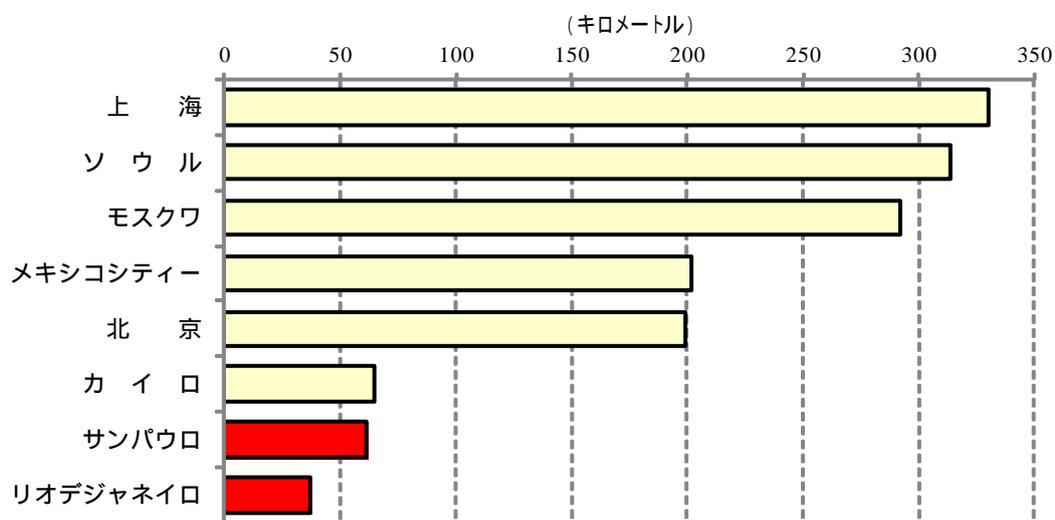
図表29. ブラジル・コストの代表例

項目	摘要
税金	間接税を中心に税金の種類が多く、しかも税率が高い 税制が頻繁に変更され、納税手続きにも時間がかかる
労働法制	労働者側に有利な労働法制 労働裁判所が労働者の利益を重視 賃金の引き下げは法律で禁止 賃上げ率は、個別企業の収益に関係なく業種別組合が決定
金融	金利が著しく高い（政策金利でさえも2桁台）
インフラ	電力・通信・輸送のサービス水準が低いのにコストは高い
通関	輸入通関手続きに多大の時間とコストがかかる
治安	防弾車購入や警備システム構築にコストがかかる

（出所）現地ヒアリング等をもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部作成

前述のブラジル・コストにも挙げられているインフラに関しては、サッカーW杯や夏季五輪大会の開催を控え、競技施設の整備遅れと並んで、公共輸送部門のキャパシティー不足という問題がクローズアップされている。例えば、新興国の主要な大都市における地下鉄総延長を比較すると、ブラジル最大の都市サンパウロは、同程度の都市圏人口（2000万人）を持つメキシコシティの1/4程度にとどまっている。また、2016年の夏季五輪大会開催を控えたリオデジャネイロも、市街地人口（800万人）が同程度である北京の1/4しかない。

図表30．世界の新興国の主要都市における地下鉄総延長（営業距離）



（出所）日本地下鉄協会（[www.jametro.or.jp](http://www.jametro.or.jp)）

このように公共輸送部門が貧弱なままでは、交通渋滞深刻化で都市機能が損なわれるだけでなく、W杯や五輪大会などの運営にも支障が出る恐れがある。

多額の債務を抱えるブラジル政府は、自力でインフラ整備を行う財政的余裕がないため、官民パートナーシップ法の制定など、民間資金を利用したインフラ建設・運営のスキームを整えている。今後、民活を利用して、こうしたインフラ建設を促進することがブラジル経済発展のための重要課題である。また、こうした民活インフラ事業は、外国企業にとって大きなビジネスチャンスになると期待される。

## 5. ブラジル経済の今後の展望

### (1) 2014～2015年のブラジル経済は引き続き低調に推移する可能性

ブラジルの足元のマクロ経済指標を見ると、経済成長率は鈍化しており経常収支は赤字である。これは、今後の為替相場がレアル安の方向に動きやすいことを示している。一方、物価上昇傾向が続いているため、インフレターゲットを基軸とする金融政策のもとでは金利は上昇する方向にあると考えられる。このように、レアル為替相場下落と金利上昇への圧力が強いことを受けて、内需は2014年も停滞する可能性が高いと考えられる。サッカーW杯開催による景気押し上げ効果も、ブラジルチーム試合開催日の会社一斉休業などの影響で減殺される可能性があると考えられている。

インフレ対策を含む経済政策の本格的始動は、2014年秋の大統領選挙後になると見られているため、2014年もブラジル経済は低迷から脱却できない公算が高まっている。こうした状況を考慮すれば、2014年通年の経済成長率は1%台後半にとどまり、2015年の成長率も、前年よりやや持ち直すが、せいぜい2%程度にとどまるというのがベースライン・シナリオであろう。

### (2) 中長期展望 ～ 構造的な問題が是正されずに成長率低迷が長期化の可能性も

ブラジル政府は、ルーラ労働党政権が発足した2003年以降、利下げや所得再配分(前述のボルサ・ファミリア等)や減税を中心とする需要刺激策によって景気拡大を図ってきた。他方、財政上の制約から公共投資を増やすことができず、また民間投資を促進するような規制緩和等の取組も低調であったため、供給サイドの強化が不十分であった。

こうした経済政策が原因で、現在のブラジル経済は、供給サイドのキャパシティー不足が制約となり、需要を刺激しても経済成長率が高まらず、物価が上がるだけ、という構造に陥ってしまっていると言える。

こうしたボトルネックを解消するために重要なのは、供給サイド強化であり、そのためにも、前述のブラジル・コストに象徴される諸問題の解決を急ぐべきである。

しかし、貧富の格差が大きいブラジルでは、供給サイド強化のため競争・成長を重視する政策を採れば、ますます所得分配の不平等が拡大する恐れがあり、このジレンマが、今後もブラジル経済への重しになる可能性が大きい。こうした状況を考えれば、今後、ブラジル経済が高成長軌道に乗るためのハードルはかなり高いと言えそうだ。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。