

見た目以上に内容の改善が進むブラジル経済

～個人消費に加え、企業の設備投資にも底入れの動きが進む～

発表日：2017年12月4日(月)

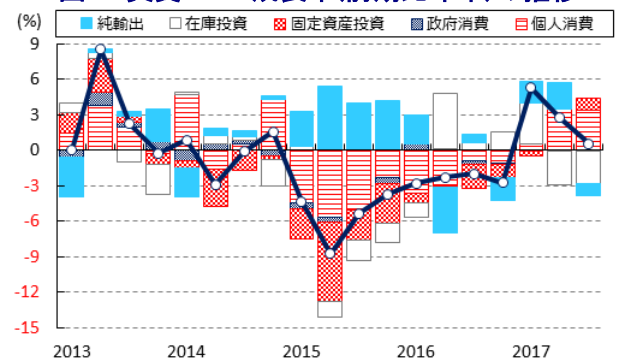
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 2年連続のマイナス成長となるなど100年ぶりの景気低迷に喘いだブラジルだが、年明け以降は景気回復の歩みを進めている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.59%と一見減速したが、個人消費や企業の設備投資など内需の堅調さがうかがえるなど内容の改善が進んでいる。企業景況感の改善が続くなか、雇用の底入れなどを反映して個人の景況感にも改善の動きが出ており、先行きも景気回復基調は続くと思込まれる。今年は久々に通年の成長率もプラスに転じることは間違いないと判断出来よう。
- 景気に明るさが出る一方、政治を巡る動きは依然不透明である。テメル政権が推進する財政健全化に向けた年金改革法案の行方は一進一退を繰り返したものの、採決に向けて協議が進んでいる。ただし、国民からの人気が低い案に多くの議員が及び腰で当初案からの後退は不可避である。他方、財政健全化に向けて大胆な民営化が進めば、民需主導での景気回復に繋がる可能性はある。世界的なマネーを巡る変化が起こるなかで、当面の通貨及び株価は構造改革を巡る思惑を反映して一進一退の展開が続くであろう。
- 昨年まで2年連続のマイナス成長となるなど100年ぶりの景気低迷に喘いだブラジル経済だが、年明け以降の景気には底打ち感が出るなど最悪期を過ぎており、その後は着実に景気回復に向けた歩みを進めている。年明け直後の1-3月期の実質GDP成長率は9四半期ぶりにプラス成長に転じた上、そのペースも急速であったために表面的に景気が「V字回復」した印象を抱かせた一方、内容面では在庫の積み上がりではほぼ説明が付くなど「棚ぼた」的なものに過ぎなかったと捉えることが出来た。しかし、その後は伸び率こそ鈍化しているものの、その内容は着実にブラジル経済の成長の原動力である内需の回復感をうかがわせており、見た目以上に状況は改善しているとみることが出来る。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.59%と3四半期連続でプラス成長となったが、前期(同+2.74%←同+1.00%から上方改定)から伸びは鈍化しており、表面上は景気が頭打ちしているようにみせる。ただし、その内容をみると世界経済の自律回復の動きに伴い世界的な貿易量の伸びに底入れ感が出ていることを反映して輸出は拡大基調を強めており、ブラジル経済は輸出依存度が相対的に低い国ではあるものの、少なからずその恩恵を受けている様子がうかがえる。また、インフレ率の低下が進み、その動きに歩を併せる形で中銀は大胆な金融緩和を継続することが可能になるなど、家計部門の実質購買力に押し上げ圧力が掛かりやすくなっている。さらに、今年3月から7月までの時限措置として解禁された勤続期間保障基金(FGTS)の休眠口座引き出しに伴い、家計部門の一時所得は大きく押し上げられており、結果的に個人消費は力強さを取り戻している。個人消費の動きが活発化するなか、金利低下も追い風に企業の設備投資意欲にも底入れの動きが出ており、固定資本投資の伸びは前期比ベースで4年ぶりにプラスに転じるなど、内需を取り巻く環境は大きく改

図1 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

善している。内需の動きが活発化していることで輸入は輸出を上回るペースで拡大しており、その結果として外需の成長率寄与度がマイナスに転じて成長率の下押しに繋がっていることから、内容面では過去2四半期に比べて着実に改善していると捉えることが出来る。また、年明け以降は原油をはじめとする国際商品市況の頭打ちの動きなどを反映して交易条件指数にも調整圧力が掛かっていたものの、足下では再び底入れ感が出ており、国民所得の押し上げに繋がっているとみられる。先行きについても、10月以降は年金受給開始年齢を迎える高齢者を対象に社会統合基金/公務員財形計画（P I S/P A S E P）の資金引き出し条件も緩和されており、この対象者を中心に家計所得の押し上げが見込まれるなど、個人消費を巡る状況は改善基調が続くと期待される。直近10月の失業率は12.2%と依然として高水準ではあるものの、失業者数の拡大ペースは縮小傾向を強める一方、雇用者数は拡大基調を強めるなど雇用を巡る状況は着実に改善している上、足下では製造業を中心に景況感が改善していることを勘案すれば、雇用拡大の動きが広がることも考えられる。インフレ率と金利の低下が進むなかで足下では家計部門を中心に資金需要の底入れが進んでいるほか、企業部門の資金需要にも底打ちの兆しがみられることから、先行きについても景気の回復感が続く可能性は高いと見込まれる。なお、前年比ベースの成長率でみると7-9月期は+1.41%と前期（同+0.42%）から伸びが加速しており、年初からの9月迄の累計ベースの成長率も+0.6%とプラスを維持していることから、今年通年の経済成長率は徐々にプラス成長になるとみられる。

- 先行きのブラジル経済については、上述したように回復基調が続く可能性は高いと見込まれる一方、直面する課題解決に向けた道筋には不透明感がくすぶっている。テメル政権は財政健全化を前進させる観点から、年金改革をはじめとする構造改革を進める方針をみせている一方、テメル大統領自身の収賄疑惑が取り沙汰されたことで議会下院において採決寸前まで進行していた審議が度々揺り戻しを受けるなど、不安定な状況に見舞われてきた。今年9月に議会下院は最高裁でのテメル大統領の刑事訴追の可否について否決する判断を行い、その後法案審議は再開されたものの、年金支給開始年齢の引き上げをはじめとする同案に対する国民からの評判はすこぶる悪く、来年に総選挙を控えるなかで多くの議員は二の足を踏む動きをみせるなど、採決の行方を巡る動きに不透明感が漂っていた。なお、先月に政府と議会は同法案について議会での承認を得やすい方向に修正することで合意しており、それに伴って当初案に比べて財政赤字の削減効果は半分ほどに低下することは避けられなくなる一方、それでも依然として採決の可否については余談を許さない状況が続いており、今後もこの行方を注視する必要があることは変わらない。なお、政府は年金改革法の修正によって減じられた財政赤字効果を穴埋めすべくさらなる緊縮措置を打ち出す方針を示しており、これまで承認された国営企業の民営化をはじめとする国有資産の売却計画を一段と加速させる必要に迫られることも考えられる。国営企業の民営化を巡っては、空港や高速道路といったインフ

図2 雇用環境の推移

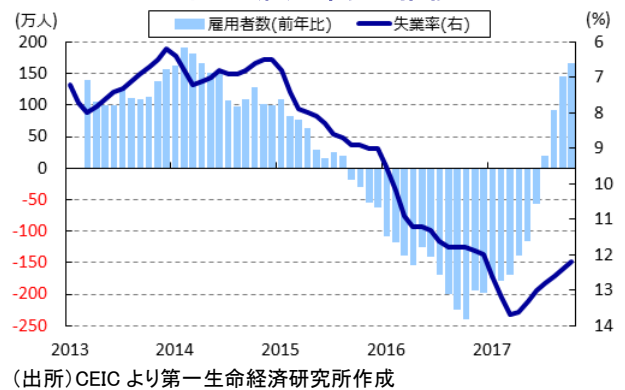
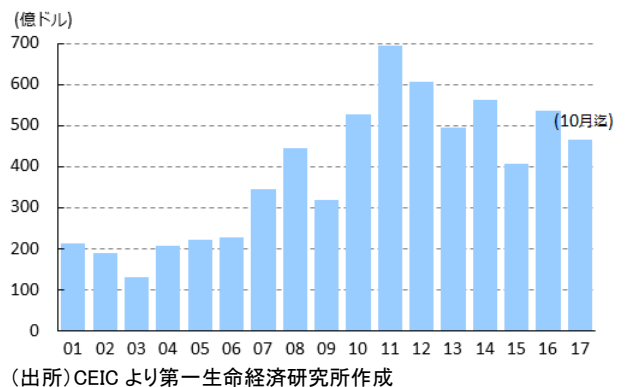


図3 対内直接投資流入額の推移



ラ関連のほか、石油探査権などに加え、民営化の「本丸」とみられている国営電力持株会社のエレクトロプラスもその対象となるなど大胆な取り組みが進んでいるが、政府内からは国営石油会社であるペトロプラスの将来的な民営化を示唆する考えも出るなど、動きが一段と加速することも期待される。年明け以降のブラジル経済が「最悪期」を脱して回復基調を強めていることに加え、テメル政権による構造改革期待を反映する形で海外からの対内直接投資の動きはすでに活発化しており、昨年は久々に前年を上回る流入となったほか、今年も10月迄の累計ベースで前年同時期を2割以上上回るペースで流入している。過去数年のブラジル経済は民間部門の活動が弱まるなかで公共投資など公的部門への依存度を高め、そのことが財政状況のさらなる悪化を招いて国際金融市場からの信認低下に繋がる悪循環に陥っていたが、足下ではそうした状況を克服しつつあると捉えられる。他方、国際金融市場では米国FRB（連邦準備制度理事会）によるバランスシート縮小の動きに加え、ECB（欧州中央銀行）は年明け以降量的金融緩和政策の縮小を開始するほか、日銀も資産買入規模を自動的に縮小させるなど、世界金融危機以降続けられてきた量的金融政策からの「正常化」の動きが前進しようとしており、世界的な「カネ余り」の状況が徐々に変化する可能性が出ている。こうした動きは、昨年は海外資金の旺盛な流入を背景に通貨レアルが「世界最強通貨」となった環境への変化に繋がる可能性がある。年明け以降は上述のようなテメル政権が進める構造改革への不透明感の高まりなどを理由にレアル相場に度々調整圧力が掛かったが、今後も金融市場は外部環境によって動揺しやすい地合いが続く可能性を高めよう。よって、先行きのレアル相場及び主要株価指数であるボベスパ指数の行方については、当面については年金改革案の行方を巡る思惑などを反映して、一進一退の展開が続くものと予想される。

図4 レアル相場及び株価動向の推移



以上