

## ブラジル、3年ぶりのプラス成長に回復

～年金改革「棚上げ」により先行きの推進力は期待出来ず～

発表日：2018年3月2日(金)

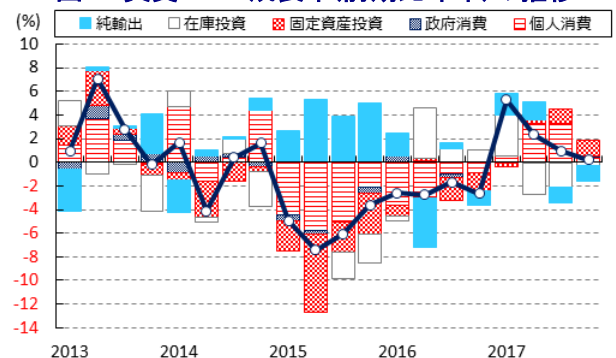
第一生命経済研究所 経済調査部

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、昨年は3年ぶりにプラス成長に転じた。世界経済の自律回復に伴う商品市況の底入れがは外需の底入れを促し、一時所得の増加や利下げは個人消費を押し上げた。記録的豊作による農業生産拡大も景気拡大を後押しした。年末にかけては企業の設備投資に底入れ感が出る一方、個人消費は早くも息切れしている。雇用環境の改善が頭打ちしていることもあり、先行きについて一段と回復感が強まっていくかは極めて不透明な状況にある。
- 先行きを占う上でテメル政権の構造改革の行方に注目が集まるが、「本丸」とされた年金改革は「政治の年」を迎えて最終的に棚上げされた。中銀は先月の定例会合で改革進捗を前提に追加利下げに含みを持たせたが、その可能性は皆無に等しく内需の押し上げは期待出来ない。大統領選を巡っては、ルラ元大統領の出馬の可能性は残り、右派で過激な言動が売りのボウソナロ下院議員も浮上している。次期政権への「タガ」の意味でも年金改革の行方は重要だったが、通貨リアル相場は自律性に乏しい相場展開が続くであろう。
- 2015年以降のブラジルの経済成長率は、2015年(前年比▲3.5%)、2016年も同▲3.5%と2年連続でマイナス成長が続くなど「100年ぶり」と評される景気低迷に直面してきたが、2017年は同+1.0%と3年ぶりのプラス成長となり、ようやく暗く長いトンネルから抜け出すことに成功した。このところの世界経済を巡っては、先進国の景気拡大が続いていることに加え、中国経済の持ち直しも背景に全体として自律回復の動きを強めており、この動きを反映する形で原油をはじめとする国際商品市況は底入れしてきた。こうした動きは輸出の半分近くを鉱物資源など一次産品が占めるブラジル経済にとり、交易条件の改善を通じて国民所得の押し上げに繋がるほか、世界経済の自律回復に伴う需要拡大の動きも相俟って、価格及び数量の両面で外需の回復を促している。さらに、昨年のブラジルでは大豆やとうもろこし、コーヒーなどの主要穀物で記録的な豊作に恵まれた結果、農業関連の生産はGDP全体の5%弱に満たないものの、前年比+13.0%と経済成長率を大きく上回る伸びとなったことが景気的大幅な押し上げに繋がった。また、ブラジルではインフレ率が中銀の定めるインフレ目標を上回るなどインフレが常態化してきたものの、昨年以降は低下トレンドを強めてきたことを受けて中銀は大胆な利下げに動くことが可能になったことは、長きに亘って経済成長のけん引役となってきた個人消費など内需を下支えしている。なお、10-12月期に限れば前期比年率+0.21%と前期(同+0.97%)から一段と減速しており、表面上は1-3月期をピークに景気は徐々に勢いを失ってきたように見える。世界経済は自律回復の動きが続いているにも拘らず輸出は5四半期ぶりに前期比でマイナスに転じるなど、外需に息切れ感が出ている様子がみられるほか、年半ばにかけては昨年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

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

い家計部門の一時所得が上昇し、それに伴って個人消費が押し上げられた動きにも一服感が出ている。ただし、足下では長期に亘ってマイナス寄与が続いてきた固定資産投資がプラスに転じており、財政健全化の観点からブラジル政府はインフラ関連投資などの削減に動いていることを勘案すれば、企業部門による設備投資の動きが押し上げに繋がっていると捉えられる。事実、国際金融市場は先進国による量的金融緩和政策などの影響で「カネ余り」の状況が続くなか、世界経済の自律回復の動きを受けて世界的なマネーの動きが活発化するなど「適温相場」の様相を強めてきたことも追い風に、同国への資金流入の動きが勢いを取り戻している。特に、

直近の直接投資は 2015 年を底に 2 年連続で増加基調を強めており、昨年は前年比で 1 割超も拡大している。この背景には、テメル政権の下で財政健全化策の一環として国営企業の民営化に向けた国有資産の売却が動いていることも後押ししており、これに伴って非効率的な体質の転換が促されるとの期待も高い。一方で産業別の動きをみると、上述のように農業部門については活況を呈する動きがみられたほか、輸出の底入れが進んだことを追い風に製造業や鉱業部門の生産に押し

上げ圧力が掛かったものの、個人消費の押し上げにも拘らずサービス業は勢いに乏しい状況が続いている。これは足下の個人消費の底入れの動きが一時所得の増加と中銀による利下げによって押し上げられたに過ぎず、本格的な回復にはほど遠い内容であることを示唆しており、昨年来回復してきた雇用環境が早くも頭打ちの様相をみせていることも影響している。その意味では、ブラジル経済はようやく「長く暗いトンネル」を脱したと捉えられるものの、ここから一段と回復感を強めることが出来るか否かについては不透明な状況にある。

- 先行きのブラジル経済の行方を占う上で重要な鍵を握るとみられてきたのは、テメル政権による構造改革の進捗動向であり、そのなかでも最も金融市場からの注目を集めてきたのは年金制度改革の行方であった。昨年以降議会において改革関連法に関する協議が行われてきたが、今年は秋に大統領に加え、上下院議員や州知事、州議会議員を決める総選挙が行われるなど「政治の年」を控えるなかで国民から評判が悪い年金改革には与野党問わず多くの議員が及び腰となりやすい状況にある。こうしたなか、先月から議会開会に伴い年金改革法を巡る審議が再開されたものの、最終的には同国最大都市のリオデジャネイロ周辺において麻薬組織による勢力拡大を受けて治安情勢が深刻化していることを理由に審議が「棚上げ」される事態となった。昨年末に一連の審議が年明け以降に後ずれしたことを理由に、今年 1 月に米大手格付機関の S & P 社はブラジルの長期信用格付の引き下げを決定し（詳細は 1 月 12 日付レポート

「[S & P がブラジルの「格下げ」を決定](#)」をご参照下さい）、先月 23 日には英米系大手格付機関のフィッチ社も長期信用格付の引き下げに動くなど、年金改革の行方はテメル政権による構造改革の「本丸」とみられてきただけに、国際金融市場での評価の低下は避けられなくなっている。また、中銀は先月の定例会合において追加利下げを実施したが、先行きの金融政策の基本シナリオとして 2016 年秋以降の利下げ局面の「打ち

図 2 対内直接投資流入額の推移

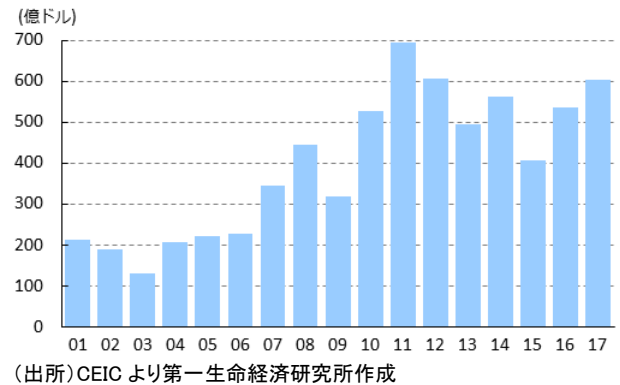
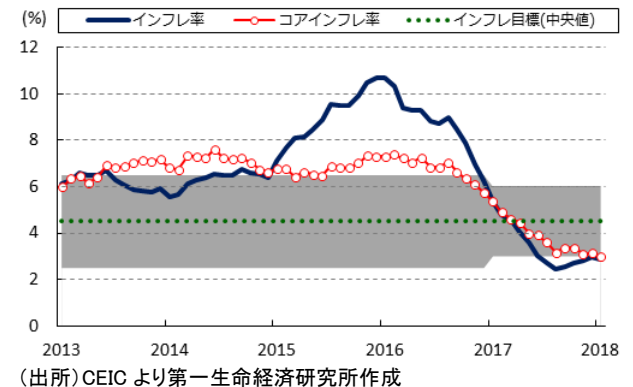
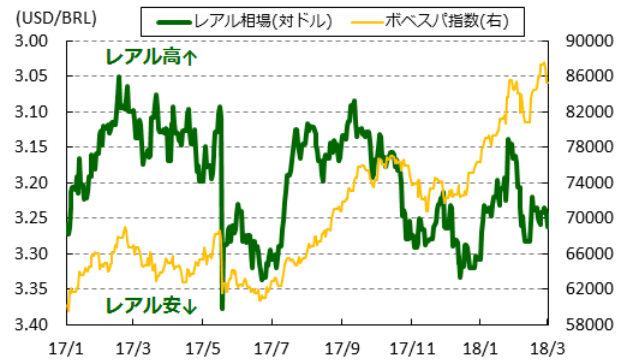


図 3 インフレ率の推移



止め」を示唆する一方、構造改革の前進を前提に金利引き下げに含みを持たせる姿勢をみせていた（詳細は2月9日付レポート「[ブラジル中銀、緩和局面の「打ち止め」をメインシナリオに](#)」をご参照下さい）。直近のインフレ率は中銀の定めるインフレ目標の下限を下回る水準に留まるものの、先月以降の国際金融市場の動揺に伴い通貨リアル相場に下落圧力が掛かりやすい地合いが続いていることを勘案すれば、中銀にとっては利下げのカードが切りにくい状況となっている。また、テメル政権は財政健全化路線を維持しているため、財政出動を通じた景気押し上げが期待しにくい。このために先行きは世界経済の動向と個人消費をはじめとする内需を取り巻く環境が「頼みの綱」となるが、利下げなどを通じた内需環境のさらなる改善は期待しにくくなっている。さらに、今秋の大統領選を巡っては、世論調査でトップを走るなど本命視されてきたルラ元大統領が在任中の汚職容疑で有罪判決を受けたことで出馬のハードルは高まっているが（詳細は1月25日付レポート「[ブラジル・ルラ元大統領は二審も有罪](#)」をご参照下さい）、その後の世論調査でもトップに立っているほか、制度的に大統領選への出馬の可能性はわずかながら残されている。なお、直近の世論調査ではルラ元大統領が不出馬となった場合の選択肢についても尋ねられており、元軍人で強硬な右派として知られ、その過激な発言から最近では「ブラジルのトランプ」との異名を採るボウソナロ下院議員がトップとなるなど、選挙戦の行方は混沌としつつある。ボウソナロ氏は同国が軍政下にあった頃に軍人であったことから、度々軍政を礼賛するような発言を行うことでも知られており、仮に大統領選で勝利する事態となればどのような政権運営を行うかは想像がつかない。こういった予見可能性の低下が懸念されていただけに、テメル政権には次期政権への「タガ」を嵌める観点からも年金改革の進展が望まれていたものの、その期待は大きく裏切られた格好となっている。先月来の国際金融市場の動揺にも拘らず、国際商品市況の堅調さや世界経済の自律回復の動きなどを反映して足下の株式相場は引き続き高値圏での推移が続く一方、通貨リアル相場は上値の重い動きが続いており、ブラジル発での良い材料が乏しくなるなかで先行きはこれまで以上に海外要因に左右されやすい展開となる可能性が高いと見込まれる。

図4 主要株式指数とリアル相場(対ドル)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

以上